



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA  
DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE, GIURIDICHE E  
STUDI INTERNAZIONALI

Corso di laurea Triennale in DIRITTO DELL'ECONOMIA

**IL PROJECT FINANCING**  
**UN IDONEO STRUMENTO GIURIDICO-ECONOMICO-  
FINANZIARIO PER LA REALIZZAZIONE DI  
INFRASTRUTTURE PUBBLICHE**

Relatore:

Prof. Roberto Dolcetto

Laureando:

Martina Faccioli

Mat. 1032293

ANNO ACCADEMICO 2014-2015



## *Indice generale*

1. INTRODUZIONE	5
2. ASPETTI GIURIDICI E FINANZIARI DEL PROJECT FINANCING	9
2.1 Le origini del project financing	9
2.2 Le fasi del project financing	10
2.3 Tipologie e strutture del project financing	11
2.4 Il project financing in Italia	12
2.5 Il project financing sul piano normativo, economico e finanziario	16
2.6 Il Partenariato Pubblico-Privato	17
2.7 Ipotesi spuria di project financing	22
2.8 Ipotesi spuria di project financing nella Legge 23 dicembre 2005, n.266	23
3. I SOGGETTI COINVOLTI IN UN'OPERAZIONE DI PROJECT FINANCING	25
3.1 Le tipologie di soggetti protagonisti di un'operazione di project financing	25
3.2 Il promotore	29
3.3 La figura del promotore: il promotore pubblico e privato	31
3.4 I finanziatori: capitale di rischio e capitale di debito	32
3.5 Ambito di applicazione del project financing	34
3.6 Le fasi di un'operazione di project financing	35
3.7 Il modulo giuridico della concessione di costruzione e gestione	38
3.8 Il contenuto della proposta di finanziamento	40
3.9 Le spese del promotore: l'autonomia della fase della promozione	41
3.10 La valutazione della proposta	42
3.11 L'indizione della gara	44
4. ASPETTI ECONOMICI DEL PROJECT FINANCING	51
4.1 Le caratteristiche generali e la schematizzazione di un'operazione di project financing	51
4.2 La sostenibilità economico-finanziaria del progetto	55
4.3 Il piano economico-finanziario	56
4.4 Gli scopi del piano	58
4.5 La predisposizione del piano	58
4.6 La predisposizione del Conto Economico e dello Stato Patrimoniale	61
4.7 I prospetti del piano economico	63
4.8 I flussi di cassa	64
4.9 La valutazione del progetto	69
5. CONCLUSIONI	73
6. BIBLIOGRAFIA	75



## *1. INTRODUZIONE:*

Il project financing è uno strumento giuridico, economico e finanziario al quale le pubbliche amministrazioni possono ricorrere per la realizzazione di progetti e infrastrutture ad uso della collettività; in particolare si tratta di uno strumento utilizzato per realizzare singoli progetti ad elevata complessità e ad alto fabbisogno di capitale.

La caratteristica principale dell'istituto di project financing consiste nella presenza della totale copertura finanziaria degli investimenti previsti quali la progettazione, la realizzazione dell'opera, la cui gestione, diretta o indiretta dovrà generare flussi di cassa sufficienti per pagare i costi di gestione, il rimborso del debito bancario e remunerare il capitale di rischio. Quindi, il project financing si basa sulle prospettive di liberare flussi di cassa attesi da una specifica iniziativa.

Inoltre, i costi di investimento per la realizzazione dell'opera pubblica sono sostenuti totalmente o in parte da soggetti privati.

Questa tecnica di finanziamento, però, non è possibile adottarla in tutte le iniziative che richiedono elevati investimenti, ma solamente per quelle in grado di rendere l'iniziativa affidabile, cioè in grado di generare profitti.

Questo tipo di operazione avviene con regolare gara d'appalto (legge n. 415 del 18/11/1998 emanata a parziale riforma della legge quadro in materia di lavori pubblici: n. 109/1994, più nota come legge Merloni); viene applicata a progetti infrastrutturali nel settore delle opere pubbliche, a iniziative che risultano essere in grado di generare flussi di cassa di gestione e un adeguato profitto in termini di capacità a soddisfare un bisogno reale diffuso.

Lo scopo del project financing è quello di realizzare un progetto d'investimento che si dimostri tecnicamente, commercialmente e finanziariamente possibile e i cui flussi di cassa riescano a remunerare i finanziatori in misura opportuna. Il progetto verrà finanziato solo se all'inizio sarà valutato capace di produrre flussi di cassa che siano sufficienti a ripagare i costi operativi e rendere il capitale investito. Quindi l'elemento essenziale che

caratterizza un'operazione di project financing è che la finanziabilità di un'attività economica è legata alle prospettive economiche della medesima attività, ovvero che un'operazione di project financing sia in grado di produrre ricavi e quindi autofinanziarsi. Il progetto per essere realizzabile deve essere valutato dai soggetti coinvolti nell'operazione in grado di produrre dei ricavi sufficienti a renderli poi in misura adeguata. Per raggiungere il livello di remunerazione atteso, il progetto dovrà presentare adeguati caratteri di autonomia funzionale, giuridica ed economica e solo tramite una gestione efficace, efficiente e razionale dell'opera realizzata, si riusciranno a produrre flussi di cassa sufficienti a produrre ricavi. La missione del project financing, perciò, è quella di realizzare infrastrutture e qualificare servizi laddove ci siano accertate possibilità di reddito coinvolgendo l'iniziativa economica privata, e in questo modo consentire alla Pubblica Amministrazione di concentrarsi e avere più risorse per tutte quelle attività che, pur essendo indispensabili a livello sociale e civile, non possono o non devono generare un ritorno economico.

L'istituto di project financing, combinando interessi pubblici e privati, risulta finalizzato alla costituzione di una "partnership" tra soggetti pubblici e privati coinvolti, attraverso la quale, da un lato viene garantito il finanziamento di un'opera pubblica o di pubblica utilità e dall'altro, viene resa possibile la sua realizzazione e il suo sfruttamento economico. In questo modo si realizzano due obiettivi: da una parte la Pubblica Amministrazione è sollevata dal difficile compito di reperire adeguate risorse economiche destinate alla realizzazione di infrastrutture, e dall'altra è garantito il coinvolgimento economico e progettuale del privato, sia nella fase di realizzazione che nella fase di gestione dell'opera pubblica o di pubblica utilità.

Un'altra caratteristica, poi, è quella di garantire, attraverso la partecipazione di più soggetti, una distinzione nell'allocazione dei rischi che derivano dal progetto.

E' possibile sintetizzare le principali caratteristiche del Project Financing come segue:

- il progetto viene valutato dai finanziatori principalmente per la sua capacità di generare flussi di cassa;
- i flussi di cassa costituiscono la fonte primaria per il rimborso del debito e per la remunerazione del capitale di rischio;
- al fine di isolare i suddetti flussi di cassa dalle altre attività degli azionisti è costituita un'apposita Società di Progetto che ha il compito di sviluppare l'iniziativa e di beneficiare delle risorse finanziarie necessarie alla sua realizzazione;
- la fase di gestione dell'opera costituisce elemento di primaria importanza in quanto soltanto una gestione efficace e qualitativamente elevata consente di generare i flussi di cassa necessari a soddisfare banche ed azionisti;
- le principali garanzie connesse all'operazione sono di natura contrattuale;
- la struttura dell'operazione è definita a seguito di un processo di negoziazione tra i diversi soggetti coinvolti (azionisti, banche, controparti commerciali) in merito alla ripartizione dei rischi dell'iniziativa tra i diversi partecipanti.

Questa tecnica si differenzia dalle tradizionali forme di finanziamento dell'attività di impresa per la sua capacità di generare flussi di cassa in grado di remunerare il capitale investito.





## *2. ASPETTI GIURIDICI E FINANZIARI DEL PROJECT FINANCING*

### *2.1 LE ORIGINI DEL PROJECT FINANCING*

La forma più antica di project financing risale al 1299 quando la Corona inglese negoziò una forma di prestito con i Frescobaldi per sviluppare una miniera d'argento nel Devon. Il prestito accordava al finanziatore il diritto di controllare le operazioni della miniera per un anno. Anche le spedizioni commerciali nel XVII e XVIII secolo furono finanziate sulla base del progetto, gli investitori fornivano i fondi alle Compagnie delle Indie Olandesi o Britannica per i viaggi che esse effettuavano in Asia ed erano ripagati tramite la liquidazione del carico di merci secondo la loro quota di partecipazione. Occorre inoltre evidenziare che fra il 1840 ed il 1860, gran parte della rete ferroviaria europea fu realizzata con tecniche di finanziamento simili a quelle che oggi si vanno sviluppando.

Nel secolo scorso sono state realizzate operazioni di project financing anche negli Stati Uniti nel settore della produzione di energia elettrica. Tali operazioni avvenivano in un ambito strettamente privatistico: privata era la società che realizzava l'impianto di produzione di energia, privata era la società che acquistava l'energia prodotta attraverso contratti di fornitura a lungo termine. Questo è avvenuto per la persistenza di prezzi alti nel settore energetico che ha spinto il Congresso statunitense ad emanare il Public Utility Regulatory Policy Act (PURPA) nel 1978 come forma di incoraggiamento ad investire in forme alternative di generazione elettrica. Agli inizi degli anni 90 i governi locali iniziarono ad usare il project financing insieme al settore privato, l'obiettivo era quello di incoraggiare una migliore gestione e di promuovere una più efficiente partecipazione al rischio, inoltre queste strutture miste pubblico-privato permettevano alla pubblica amministrazione di espandere gli investimenti in situazioni di limitato budget. Successivamente si è diffuso anche in Europa, soprattutto in Francia e in Gran Bretagna dove ha trovato applicazione nel settore delle infrastrutture. Un esempio è la realizzazione, mediante project financing, dell'Eurotunnel, il tunnel ferroviario che passa sotto il canale della Manica. Tale realizzazione rappresenta oggi l'operazione forse più ambiziosa mai realizzata in finanza di progetto in quanto essa ha dimostrato, nonostante i numerosi problemi emersi in corso d'opera, quanto la scelta di associare il settore privato alla

costruzione e gestione di opere pubbliche fosse valida e, in alcuni casi, preferibile al tradizionale metodo dell'appalto pubblico. Oggi il project financing finanzia diversi tipi di iniziative in diversi settori ed aree geografiche.

L'applicazione della finanza di progetto alla realizzazione di infrastrutture di pubblica utilità è un'evoluzione più recente. In un contesto istituzionale favorevole alle privatizzazioni, fu ritenuto che alcune importanti opere infrastrutturali potessero essere realizzate con successo attraverso il ricorso ai capitali e all'iniziativa del settore privato. Questo ha parzialmente modificato i caratteri originari del project financing in quanto è stata introdotta la distinzione in due modelli fondamentali: il B.O.T (build, operate and transfer) ovvero la concessione di costruzione e gestione a tempo determinato con trasferimento alla mano pubblica dopo un periodo di tempo, ed il B.O.O. (build, operate and own) nel quale manca il trasferimento dell'opera.

Il project financing, perciò, nasce per finanziare interventi prevalentemente sulla loro capacità di generare, attraverso la gestione dell'opera, flussi di cassa. Si tratta quindi di uno strumento utilizzabile sia per realizzare opere pubbliche che progetti privati, ma, a differenza del diritto privato nel quale non ci sono ostacoli che il progetto venga realizzato impiegando gli istituti giuridici presenti nel codice civile e nelle leggi speciali, nel diritto pubblico bisogna tener conto della presenza, tra i soggetti coinvolti, della Pubblica Amministrazione e l'interesse pubblico per quanto riguarda la realizzazione dell'opera. Quindi, nel diritto pubblico, questa tecnica di finanziamento dovrà essere adattata alla normativa che riguarda i lavori pubblici. A tal fine, il nostro legislatore ha introdotto nella legge n. 109/1994 uno schema, riproposto interamente nel Codice, che permette alla Pubblica Amministrazione di realizzare un'opera pubblica o di pubblica utilità ricorrendo al capitale privato. In questo modo si è potuto superare le difficoltà di tipo finanziario che, nel tempo, hanno impedito alla Pubblica Amministrazione di realizzare rilevanti opere pubbliche o di pubblica utilità e si è favorito l'ingresso di capitale privato nella realizzazione di queste opere.

## *2.2 LE FASI DEL PROJECT FINANCING*

La realizzazione di un'operazione di Project Financing può essere divisa in tre distinte fasi:

1. **Progettazione e costruzione:** in questa fase i soggetti finanziatori mettono progressivamente a disposizione del progetto le risorse finanziarie necessarie alla sua realizzazione. Normalmente la maggior parte delle risorse finanziarie è messa a disposizione da gruppi di banche finanziatrici attraverso appositi contratti di finanziamento nei quali sono previste rigorose procedure che di volta in volta permettono l'erogazione di singole parti del finanziamento.

2. **Start-up:** in questa fase si verifica se il progetto è stato realizzato secondo i tempi e le modalità previste. Vengono, pertanto, attivati un serie di test che hanno lo scopo di verificare la capacità del progetto di funzionare secondo le modalità previste nel contratto di costruzione e, quindi, di generare i flussi di cassa necessari a rimborsare i debiti contratti con i soggetti finanziatori. Qualora il progetto non esprima i livelli di prestazione attesi dovranno essere attivati tutta una serie di azioni volte a riportare il progetto nelle condizioni di erogazione di prestazioni previsti dal contratto di costruzione.

3. **Gestione operativa:** una volta completata la fase di start-up, il Progetto inizia a generare i flussi di cassa necessari a rimborsare i finanziamenti. E' in questa fase che potrà essere realmente verificata la capacità del Progetto di far fronte ai finanziamenti contratti per la sua realizzazione attraverso il flusso di cassa generato.<sup>1</sup>

### *2.3 TIPOLOGIE DI STRUTTURE DI PROJECT FINANCING*

Da un punto di vista finanziario è possibile classificare le strutture di Project Financing in funzione della tipologia di rivalsa dei soggetti finanziatori sugli azionisti della Società di Progetto. E' possibile identificare:

a. **operazioni “senza rivalsa” (without recourse):** operazioni di Project Financing in cui è esclusa la rivalsa dei finanziatori sugli azionisti; in questo caso le banche operano secondo logiche non tradizionali accollandosi rischi vicini a quelli imprenditoriali, alternativamente, esistono soggetti terzi che forniscono singolarmente o in modo combinato appropriate garanzie;

---

<sup>1</sup> [www.utfp.it](http://www.utfp.it) “UNITA' FINANZA DI PROGETTO”

b. **operazioni con “rivalsa limitata” (limited recourse):** operazioni di Project Financing in cui la rivalsa dei finanziatori sugli azionisti è limitata:

- o nel tempo
- o nell'ammontare
- o nella qualità

c. **operazioni con “rivalsa piena” (total recourse):** operazioni di Project Financing in cui la rivalsa dei finanziatori sugli azionisti della Società di Progetto è totale.<sup>1.1</sup>

#### *2.4 IL PROJECT FINANCING IN ITALIA*

In Italia, il livello di infrastrutturazione è al di sotto di quello degli altri partners dell'Unione Europea e solo recentemente è stata favorita la partecipazione privata in settori storicamente pubblici. L'interesse verso il project financing è sorto negli anni ottanta soprattutto a causa della contrazione delle risorse pubbliche disponibili per il finanziamento di lavori, forniture e servizi pubblici. Come già menzionato, l'utilizzo di questo strumento permette di sollevare le Pubbliche Amministrazioni, in tutto o in parte, dagli oneri relativi al finanziamento di un'opera infrastrutturale, focalizzandone l'attività sugli aspetti regolatori (quali: qualità del servizio, modalità di erogazione, ed eventualmente livelli tariffari); inoltre, si affida al settore privato la gestione dell'opera, incentivandone il livello di efficienza ed assicurandone la piena utilizzazione commerciale.

In Italia le prime operazioni di finanza di progetto sono state realizzate a seguito della liberalizzazione del mercato della produzione dell'energia elettrica, delineata agli inizi degli anni novanta dalla legge 9/91 e dalla legge 10/91.

---

1.1 [www.utfp.it](http://www.utfp.it) “UNITA' FINANZA DI PROGETTO”

La prima veste giuridica al finanziamento privato per realizzare opere pubbliche è stata introdotta nel nostro ordinamento con la c.d. Merloni ter (legge 11 Novembre 1998 n.415) la quale ha introdotto gli artt. 37 bis<sup>2</sup> e 37 nonies<sup>3</sup> nella legge n. 109/1994.

Il pregio della norma sta nell'aver finalmente definito, dopo anni di carenza del quadro legislativo, il procedimento da seguire per il finanziamento di opere pubbliche da parte dei privati. L'art.37 bis stabilisce il termine e le modalità da osservare nel presentare alle Amministrazioni aggiudicatrici le proposte relative alla realizzazione di lavori pubblici o di pubblica utilità ed inoltre permette ai soggetti privati, di avanzare delle proposte progettuali da realizzarsi con risorse che siano totalmente o parzialmente a carico dei promotori stessi, utilizzando contratti di concessione, di costruzione e gestione, per la cui definizione il legislatore rinvia all'art.19, comma 2.

---

2 art. 37 bis: “ I soggetti di cui al comma 2, di seguito denominati “promotori”, possono presentare alle amministrazioni aggiudicatrici proposte relative alla realizzazione di lavori pubblici o di lavori di pubblica utilità, inseriti nella programmazione triennale di cui all'articolo 14, comma 2, ovvero negli strumenti di programmazione

formalmente approvati dall'amministrazione aggiudicatrice sulla base della normativa vigente, tramite contratti di concessione, di cui all'articolo 19, comma 2, con risorse totalmente o parzialmente a carico dei promotori stessi. Le proposte sono presentate entro il 30 giugno di ogni anno oppure, nel caso in cui entro tale scadenza non siano state presentate proposte per il medesimo intervento, entro il 31 dicembre. Le proposte devono contenere uno studio di inquadramento territoriale e ambientale, uno studio di fattibilità, un progetto preliminare, una bozza di convenzione, un piano economico-finanziario asseverato da un istituto di credito, o da società di servizi costituite dall'istituto di credito stesso ed iscritte nell'elenco generale degli intermediari finanziari, ... Le proposte devono inoltre indicare l'importo delle spese sostenute per la loro predisposizione comprensivo anche dei diritti sulle opere d'ingegno di cui all'articolo 2578 del codice civile. Tale importo, soggetto all'accettazione da parte della amministrazione aggiudicatrice, non può superare il 2,5 per cento del valore dell'investimento, come desumibile dal piano economico-finanziario.”

3 art. 37 nonies: “ I crediti dei soggetti che finanziano la realizzazione di lavori pubblici, di opere di interesse pubblico o la gestione di pubblici servizi hanno privilegio generale sui beni mobili del concessionario ai sensi degli articoli 2745 e seguenti del codice civile.”

Tale articolo definisce concessione di lavori pubblici i contratti “aventi ad oggetto la progettazione definitiva, la progettazione esecutiva e l'esecuzione dei lavori pubblici o di pubblica utilità, e di lavori ad essi strutturalmente e direttamente collegati, nonché la loro gestione funzionale ed economica”, e prevede a favore del concessionario il diritto di sfruttamento di tali lavori a differenza di quanto si prevede per l'appalto, dove, il pagamento del corrispettivo viene effettuato in danaro.

L'art. 21 della legge 24 Novembre 2000 n.340 ha permesso, poi, l'utilizzo del project financing anche in relazione a nuove infrastrutture a interesse nazionale che prevedono l'uso di sistemi di pedaggiamento. Successivamente, con la legge obiettivo (legge 21 Dicembre 2001, n.43), il Governo è stato delegato ad emanare decreti legislativi che riguardano l'uso del project financing per la realizzazione di infrastrutture strategiche.

Nel frattempo la legge Merloni ter sui lavori pubblici ha subito delle modifiche per effetto della legge n.166/2002 (c.d. Merloni quater) che ha:

- eliminato il limite di durata della concessione;
- eliminato il “prezzo” della concessione;
- reso il tempo e le modalità di erogazione del contributo pubblico flessibili;
- concesso alle P.A. la facoltà di cedere beni immobili a titolo di prezzo;
- reso possibile limitare la progettazione alla mera revisione;
- consentito al concessionario di partecipare alla conferenza di servizi, senza però diritto di voto;
- eliminato l'obbligo di appaltare a terzi una percentuale dei lavori;
- reso possibile che anche i soggetti privati presentassero proposte di intervento nella fase della programmazione;
- introdotto obblighi di pubblicità dell'avviso indicativo;
- introdotto due scadenze diverse per la presentazione di proposte;
- ampliato l'elenco dei possibili soggetti promotori;
- introdotto il termine di quattro mesi per la conclusione del procedimento;
- Previsto la “prelazione” a favore del promotore;
- Introdotto il termine di tre mesi per l'indizione di una gara tra promotori;
- Specificato le ipotesi di rimborso delle spese sostenute dal candidato che non è risultato aggiudicatario;

Nel 2011 il legislatore è intervenuto nuovamente in materia con il D.L. 13 maggio 2011, n.70, convertito poi in legge 12 luglio 2011, n.106, introducendo una nuova disciplina del project financing su iniziativa del soggetto privato nell'ipotesi di mancata previsione dell'intervento nel programma triennale, ampliando l'insieme dei soggetti legittimati a sostenere i piani economico-finanziari e modificando la disciplina della progettazione delle opere strategiche. In particolare, all'art.18, sono state introdotte nuove disposizioni per il finanziamento di infrastrutture autostradali attraverso defiscalizzazione.

Il project financing, inoltre, permette di conciliare la capacità manageriale delle imprese private con l'esigenza di realizzare opere pubbliche o di pubblica utilità. Per queste sue caratteristiche questo strumento permette di esaltare la propria capacità di apprezzare le esigenze della collettività e di programmare, indirizzare, gestire e controllare gli interventi. A tal riguardo si posso distinguere i vantaggi e gli svantaggi del project financing.

I vantaggi del project financing:

- Individuazione delle priorità di investimento: gli approfondimenti svolti da P.A., banche e partecipanti, permettono di analizzare le utilità per la collettività e la sostenibilità economico-finanziaria e giuridica dell'intervento;
- Uso limitato di risorse pubbliche: sia che si tratti di "opere fredde" (l'intervento genera reddito con un canone pagato alla P.A.), di "opere tiepide" (richiede una componente di contribuzione pubblica) o di "opere calde";
- Maggior certezza sui costi e sui tempi dell'investimento;
- Maggior qualità di gestione con il coinvolgimento di soggetti specializzati;
- Ripartizione dei rischi e dei ricavi secondo le capacità ed esigenze dei partecipanti;
- Maggior coinvolgimento dei finanziatori al successo dell'iniziativa;

Gli svantaggi del project financing:

- Complessità del processo di identificazione ed allocazione dei rischi;
- Allungamento dei tempi di avvio dell'intervento;
- Maggiori costi di strutturazione dell'operazione;
- Rigidità della struttura al termine del processo negoziale

## *2.5 IL PROJECT FINANCING SUL PIANO NORMATIVO, ECONOMICO E FINANZIARIO*

Per quanto riguarda il piano normativo, la differenza tra la disciplina della concessione e quella del project financing consiste nell'iniziativa del procedimento: mentre prima dell'innovazione normativa introdotta dalla legge n. 415 era solo l'amministrazione aggiudicatrice che dava inizio alla procedura che si concludeva con il contratto di concessione di costruzione e gestione, le nuove regole sul project financing hanno attribuito al privato una funzione decisiva di individuazione e di proposta di opere pubbliche realizzabili attraverso il ricorso alla concessione di costruzione e gestione. Questo ruolo di iniziativa non è però del tutto libero. Il secondo principio-base della normativa sul project financing consiste infatti nella necessità che l'iniziativa privata si svolga nell'ambito delle scelte programmatiche effettuate dall'amministrazione aggiudicatrice. Infatti, in base all'art. 37 bis, comma 1 della legge n. 109, il soggetto promotore può proporre la realizzazione con contratto di concessione di costruzione e gestione di opere già inserite nella programmazione triennale dell'amministrazione aggiudicatrice.

Sul piano economico, invece, per project financing si intende un'operazione di finanziamento nella quale una specifica iniziativa economica viene valutata in primo luogo per la sua potenzialità a generare ricavi, poiché i flussi di cassa previsti dalla gestione costituiscono la fonte primaria per la restituzione del debito. La caratteristica principale di un'operazione di project financing, tale da distinguerla dalle altre forme più tipiche ed usuali di finanziamento, consiste quindi nel fatto che la decisione relativa alla possibilità di finanziare un determinato progetto è assunta tenendo conto, come elemento di valutazione quasi esclusivo, della capacità dell'operazione di autofinanziarsi, ovvero della possibilità di produrre flussi di cassa positivi in grado di compensare i flussi negativi che derivano dai prestiti ottenuti per la realizzazione del progetto medesimo.

E' perciò utile considerare che la tecnica del project financing non fa riferimento ad una sola possibilità di finanziamento, ma può comportare un insieme di modalità di strutturazione del finanziamento stesso e delle relative garanzie. L'operazione di project financing si configura come un vero e proprio progetto di investimento che permette di incanalare le risorse private verso quelle opere pubbliche che, pur essendo di pubblica



utilità, siano in grado di autofinanziarsi grazie ai flussi di cassa che derivano da un'efficiente gestione delle stesse. Poiché principio fondamentale del project financing è quello dell'autofinanziamento dell'opera, il ricorso a tale strumento, data la complessità delle operazioni richieste, è in genere conveniente a partire da una certa dimensione finanziaria.

Infine, per quanto riguarda il piano tecnico finanziario, gli elementi essenziali da considerare in un'operazione di project financing sono:

1. la regolamentazione e la varietà dei finanziamenti,
2. la molteplicità dei rischi, che possono essere suddivisi secondo due profili:
  - quello commerciale o strutturale, relativo sia al rischio connesso allo specifico progetto, sia a quello derivante dal contesto economico generale in cui si realizza il progetto;
  - quello temporale, che considera il rischio nelle diverse fasi (progettazione, costruzione, e operatività) del progetto stesso.

## *2.6 IL PARTENARIATO PUBBLICO-PRIVATO*

Alla nozione di finanza di progetto viene spesso affiancata quella di Partenariato Pubblico-Privato (PPP), la quale copre ambiti maggiori rispetto a quelli della finanza di progetto.

Il Partenariato Pubblico-Privato nasce con riferimento ai progetti infrastrutturali di trasporto,

solitamente caratterizzati da rilevanti esternalità positive e quindi da una significativa differenza tra saldo costi-benefici sociali ed equilibrio finanziario. Tali progetti possono presentare per l'amministrazione un ritorno economico e sociale positivo, però, in genere, non presentano un ritorno finanziario capace di attrarre risorse private.

Perciò, il settore privato è messo nelle condizioni di apportare le proprie capacità manageriali,

commerciali e di creatività nella costruzione e gestione di un'infrastruttura di pubblica utilità, ottenendone un ritorno economico.

Nel Partenariato Pubblico-Privato sono ricompresi, infatti, sia progetti capaci di produrre autonomamente un reddito sufficiente a ripagare l'investimento e gli oneri finanziari connessi, e in cui il ruolo dell'Amministrazione è limitato alla regolamentazione e al controllo delle procedure, che quelli per la cui attivazione il settore pubblico deve erogare una componente di contribuzione pubblica.

Il risultato è lo sviluppo di numerose forme di cooperazione tra Pubblica Amministrazione e privati.

Il PPP ricomprende una vasta gamma di modelli di cooperazione tra il settore pubblico e quello privato. Il ricorso a questo modello può essere evocato in tutti quei casi in cui il settore pubblico intenda realizzare un progetto che coinvolga un'opera pubblica o di pubblica utilità, la cui progettazione, realizzazione, gestione e finanziamento, in tutto o in parte, siano affidate al settore privato.

I progetti realizzabili attraverso forme di PPP possono essere classificati in base a tre principali tipologie:

- Progetti relativi a OPERE CALDE ( in grado di autofinanziarsi in misura integrale), cioè opere che hanno un'intrinseca capacità di generare reddito attraverso ricavi da utenza, dove il privato investitore ottiene la remunerazione del capitale investito attraverso la gestione economica e funzionale dell'opera realizzata.

In questa tipologia di progetti, il coinvolgimento del settore pubblico si limita ad identificare le condizioni necessarie per permettere la realizzazione del progetto, facendosi carico delle fasi iniziali di pianificazione, autorizzazione, indizione dei bandi di gara per l'assegnazione delle concessioni e fornendo la relativa assistenza per le procedure autorizzative.

Un esempio può essere quello di una tratta autostradale, il cui pedaggio garantisca al concessionario di rientrare dalle spese sostenute per la sua costruzione e per la sua gestione e di raggiungere un utile adeguato a remunerare l'investimento; un altro esempio può riguardare un parcheggio nel quale attraverso il pagamento del ticket si può remunerare il costo iniziale.

○ Progetti relativi a OPERE FREDDE (non in grado di autofinanziarsi), dove il privato fornisce le proprie prestazioni all'Amministrazione ottenendo da questa la remunerazione del capitale investito. Sono opere nelle quali i costi complessivi di costruzione e gestione sono superiori ai potenziali ricavi. Un esempio possono essere le scuole, i carceri, gli ospedali, un marciapiede, un parco, in quanto non è ipotizzabile immettere una tariffa su chi utilizza, ad esempio, il marciapiede o il parco.

Si tratta quindi di opere che non permettono di recuperare attraverso la loro gestione l'investimento iniziale, infatti, in molti casi, non è possibile stabilire tariffe che siano adeguate per il loro utilizzo tali da essere sufficienti al recupero dell'investimento. Solitamente queste opere si caratterizzano per la presenza di una domanda elastica.

○ Progetti relativi a OPERE TIEPIDE (in grado di autofinanziarsi soltanto in parte), le quali richiedono una componente di contribuzione pubblica in quanto i ricavi di utenza, anche se presenti, sono insufficienti a generare ritorni economici che siano adeguati per il privato investitore, ma la cui realizzazione genera rilevanti esternalità positive in termini di benefici sociali indotti dall'infrastruttura. In queste opere si utilizzano soltanto in parte i capitali privati in quanto è comunque necessario un concorso di capitali pubblici. Sono quindi infrastrutture dalle quali è possibile ottenere ricavi commerciali i quali però non sono sufficienti per coprire tutti i costi generati dalla realizzazione dell'opera, determinando quindi il bisogno di una contribuzione finanziaria che sia in grado di portare i guadagni ad un livello sufficiente per ristabilire l'equilibrio economico-finanziario del progetto. In questo tipo di opere generalmente la domanda è elastica.

Il ricorso al PPP attraverso le diverse metodologie, può essere previsto in tutti i casi in cui una pubblica amministrazione intenda affidare ad un operatore privato un progetto per realizzare opere pubbliche o di pubblica utilità e per la gestione dei relativi servizi.

In un'operazione di PPP coesistono diversi elementi, come:

- La progettazione
- Il finanziamento
- La costruzione o rinnovamento

- La gestione
- La manutenzione

E inoltre:

1. La durata relativamente lunga della collaborazione, la quale comporta una cooperazione tra il partner pubblico e il partner privato in relazione a diversi aspetti di un progetto da realizzare;
2. Le modalità di finanziamento del progetto, garantito dal settore privato;
3. La ripartizione dei ruoli tra il soggetto pubblico ed il soggetto privato: il soggetto pubblico è impegnato a definire gli obiettivi da raggiungere in termini di interesse pubblico, di qualità dei servizi offerti, di politica dei prezzi, e assicurare il controllo in ordine al raggiungimento degli obiettivi stessi; il soggetto privato, invece, deve curare la progettazione, la realizzazione, l'attuazione e il finanziamento dell'iniziativa;
4. La ripartizione dei rischi tra la parte pubblica e quella privata, su cui vengono trasferiti rischi che invece sarebbero a carico del settore pubblico.

Il nostro paese rappresenta un mercato del PPP tra i più sviluppati in Europa e dal 2003 si è registrato un forte incremento dei vari moduli di PPP nei settori dei trasporti e delle infrastrutture, nella sanità e nell'istruzione.

L'ordinamento giuridico italiano prevede due forme di Partenariato Pubblico-Privato, il PPP contrattuale e il PPP istituzionalizzato.

Le principali forme di PPP contrattuale sono:

- La concessione di lavori
- La concessione di servizi
- La sponsorizzazione
- La locazione finanziaria

I PPP di tipo contrattuale si risolvono in una forma di cooperazione tra pubblico e privato basata su legami contrattuali, con i quali vengono definiti i termini di un'operazione nell'ambito della quale vengono affidati ad un soggetto privato compiti più o meno ampi (progettazione, realizzazione, finanziamento e gestione).

Le principali forme di PPP istituzionalizzato, invece, sono:

- Società per azioni miste a prevalente capitale pubblico
- Società per azioni miste a prevalente capitale privato
- Società per azioni miste costituite ai sensi del Codice Civile
- Società di Trasformazione Urbana

I PPP di tipo istituzionalizzato si contraddistinguono per il fatto che la collaborazione tra pubblico e privato si realizza nell'ambito di un'entità dotata di autonoma personalità giuridica, con lo scopo di realizzare un progetto legato alla realizzazione di un'opera oppure all'erogazione di un servizio di interesse pubblico.

Gli schemi di PPP devono essere utilizzati quando il ricorso a capitali e risorse privati può comportare benefici per la pubblica amministrazione e per gli utenti finali dei servizi. Questi benefici possono avere sia carattere economico, e quindi concretizzarsi in una riduzione dei costi di realizzazione e gestione dell'infrastruttura, sia riconducibili ad un incremento dell'efficienza, dell'efficacia e della qualità dei servizi erogati. Uno schema di PPP prevede la collaborazione tra pubblica amministrazione e operatori privati per la realizzazione di progetti infrastrutturali con caratteristiche quali:

- un contratto di lungo periodo tra l'amministrazione pubblica aggiudicatrice e l'impresa privata;
- il trasferimento al settore privato di una serie di rischi connessi al progetto, relativi alla progettazione, alla costruzione, alla gestione e al finanziamento;
- l'attenzione agli output, più che degli input, durante l'intero ciclo di vita del progetto;
- l'utilizzo di finanziamenti privati, spesso sotto forma di project finance.

Le principali tipologie di PPP sono:

- concessione di costruzione e gestione;
- concessione di servizi;
- sponsorizzazione;
- locazione finanziaria.

Esistono poi forme di PPP destinate alla realizzazione di opere di urbanizzazione e insediamenti turistici, nonché alla concessione di beni immobili per la loro valorizzazione a fini economici.

In sostanza, quindi, il pubblico ci mette una autorizzazione o un bene, il privato i fondi per realizzare l'investimento o gestire un servizio, ma li recupera con i proventi che ne derivano.

## *2.7 IPOTESI SPURIA DI PROJECT FINANCING*

Diversamente da altre proposte di legge, in cui l'applicazione del project financing alla realizzazione di opere pubbliche era concepita esclusivamente nella forma "pura", cioè con esclusivo impiego di capitali privati, nel testo approvato si prevede che la proposta di finanziamento sia rivolta a realizzare opere e servizi con risorse totalmente o parzialmente a carico dei promotori stessi. L'intervento da parte dell'ente pubblico può assumere diverse forme, dall'erogazione di finanziamenti a fondo perduto o agevolati alla costituzione di garanzie a favore dei finanziatori del promotore. Il concorso dell'ente concedente è già previsto nel secondo comma dell'art. 19<sup>4</sup> della legge quadro, dove si prevede che

---

4 art. 19 comma 2, Legge 109/1994: "Le concessioni di lavori pubblici sono contratti conclusi in forma scritta fra un imprenditore ed una amministrazione aggiudicatrice, aventi ad oggetto la progettazione definitiva, la progettazione esecutiva e l'esecuzione dei lavori pubblici, o di pubblica utilità, e di lavori ad essi strutturalmente e direttamente collegati, nonché la loro gestione funzionale ed economica. La controprestazione a favore del concessionario consiste unicamente nel diritto di gestire funzionalmente e di sfruttare economicamente tutti i lavori realizzati. Qualora necessario il soggetto concedente assicura al concessionario il perseguimento dell'equilibrio economico-finanziario degli investimenti e della connessa gestione in relazione alla qualità del servizio da prestare, anche mediante un prezzo, stabilito in sede di gara. A titolo di prezzo, i soggetti aggiudicatori possono cedere in proprietà o diritto di godimento beni immobili nella propria disponibilità, o allo scopo espropriati, la cui utilizzazione sia strumentale o connessa all'opera da affidare in concessione, nonché beni immobili che non assolvono più a funzioni di interesse pubblico, già indicati nel programma di cui all'articolo 14, ad esclusione degli immobili ricompresi nel patrimonio da dismettere ai sensi del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410. Qualora il soggetto concedente disponga di progettazione definitiva o esecutiva, l'oggetto della concessione, quanto alle prestazioni progettuali, può essere circoscritto alla revisione della progettazione e al suo completamento da parte del concessionario".

“qualora nella gestione siano previsti prezzi o tariffe amministrati, controllati o predeterminati, il soggetto concedente assicura al concessionario il perseguimento dell’equilibrio economico-finanziario degli investimenti e della connessa gestione in relazione alla qualità del servizio da prestare, anche mediante un prezzo che comunque non può superare il 50% dell’importo totale dei lavori ed il cui pagamento avviene a collaudo effettuato”.

Deve ritenersi, inoltre, che la previsione della norma in commento superi la disposizione dell’art. 19<sup>5</sup> sia sotto il profilo quantitativo (limite del 50% dell’importo dei lavori) che sotto il profilo qualitativo, poiché il concorso dell’ente pubblico può realizzarsi in forme diverse dal pagamento di un prezzo (ad. esempio, attraverso la garanzia del promotore nei confronti dei finanziatori).

E’ importante precisare che questa forma di concorso di capitali pubblici è diversa dalla sottoscrizione del capitale di rischio (azioni dell’eventuale società di progetto) o del capitale di debito da parte di enti pubblici, i quali, in quest’ultima ipotesi, assumono la veste di finanziatori del progetto.

## *2.8 L’IPOTESI “SPURIA” DI PROJECT FINANCING NELLA LEGGE 23 DICEMBRE 2005, n. 266*

Con lo scopo di valorizzare il settore turistico, il legislatore, nei commi da 583 a 593 dell’articolo unico della legge 23 dicembre 2005, n.266 - recanti disposizioni in materia di “presentazione di proposte per la realizzazione di insediamenti turistici di qualità di interesse nazionale” - ha dettato delle disposizioni che regolamentano lo strumento del project financing nel suddetto settore. È una novità molto interessante per gli operatori di settore perché permette la realizzazione di insediamenti turistici di qualità di interesse nazionale tramite, anche, concessioni di beni demaniali marittimi (art. 583, comma 1)<sup>6</sup>.

---

5 art. 19 Legge 109/1994: “I lavori pubblici di cui alla presente legge possono essere realizzati esclusivamente mediante contratti di appalto o di concessione di lavori pubblici, salvo quanto previsto all’articolo 24, comma 6”.

6 art.1 comma 583, Legge 266/2005: “Al fine di promuovere lo sviluppo del turismo di qualità, i soggetti di cui al comma 586, di seguito denominati «promotori», possono presentare alla regione interessata proposte relative alla realizzazione di insediamenti turistici di qualità di interesse nazionale, anche tramite concessione di beni demaniali marittimi, esclusi quelli sui quali sussistono concessioni con finalità turistico-ricreative già operanti ai sensi dell’articolo 03, comma 1, del decreto-legge 5 ottobre 1993, n. 400, convertito, con modificazioni, dalla legge 4 dicembre 1993, n. 494, e anche mediante la riqualificazione di insediamenti e impianti preesistenti”.

Ai fini della concessione del bene demaniale marittimo si dovrà realizzare un insediamento dotato di medie o grandi dimensioni. Secondo il comma 586, i soggetti che sono legittimati a presentare proposte alla Regione interessata sono gli enti locali territoriali competenti, anche in forma associata, e i soggetti dotati di idonei requisiti tecnici, organizzativi e finanziari.



### 3. I SOGGETTI COINVOLTI IN UN'OPERAZIONE DI PROJECT FINANCING

#### 3.1 I SOGGETTI COINVOLTI IN UN'OPRAZIONE DI PROJECT FINANCING

Un'operazione di project financing è realizzabile se è possibile costruire una coalizione di interessi, quindi una sorta di alleanza, tra oggetti diversi in modo che l'investimento/impegno richiesto a ciascuno sia accompagnato da una giusta combinazione rischio-rendimento. Perché l'alleanza sia raggiunta, è necessario che ogni soggetto che partecipa all'iniziativa rivesta ruoli specifici assumendosene i corrispondenti rischi.

I soggetti che intervengono nelle strutture di project financing sono:

- I **promotori**: uno o più soggetti qualificati per lo sviluppo di una particolare iniziativa economica che, in genere, apportano o garantiscono il capitale di rischio. Il promotore è quel soggetto che ha un interesse alla realizzazione del progetto e il suo compito è di strutturare il progetto sotto il profilo giuridico, tecnico, operativo e finanziario; si fa carico dei costi relativi all'analisi preliminare e all'identificazione dei costi e può presentare alla stazione appaltante proposte relative ai lavori pubblici che l'Ente intende realizzare avendoli inseriti nei propri piani di investimento triennali e negli strumenti di programmazione; questi soggetti possono essere imprese individuali, società commerciali, cooperative, società di ingegneria le quali, in forma singola o associata, dimostrino di possedere i requisiti ritenuti dalla stazione appaltante necessari e sufficienti a realizzare e gestire economicamente l'opera.

- L'**Autorità Pubblica** o Concedente: nel processo di project financing per le opere pubbliche, può svolgere una pluralità di ruoli, ovvero:

- Controllo del territorio (normative edilizie ed urbanistiche, piani regolatori,...);
- Programmazione, attraverso l'inserimento nel programma triennale delle opere pubbliche da realizzare in project financing;
- Valutazione e selezione delle proposte;
- Facilitazione attraverso la conferenza di servizi e l'accordo di programma;
- Funzione di partner

- Funzione di cliente-utente (come nel caso delle scuole o delle prigioni);
- Funzione di contraente e di concedente nella convenzione di concessione di costruzione e gestione;
- Funzione di garante nei confronti del sistema creditizio;
- Funzione di controllo per accertar eventuali difetti di costruzione;

- La **società di progetto**: costruita appositamente per realizzare e gestire il progetto che rappresenta l'unica attività produttiva della società. Il suo compito è quello di trovare i finanziamenti necessari per realizzare il progetto, destinare i ricavi conseguiti dalla sua gestione alla copertura delle spese operative, al rimborso del debito o alla remunerazione degli sponsor. La società di progetto è lo strumento formale per assicurare l'iniziativa di una pluralità di soggetti i quali hanno ruoli diversi: promotori, costruttori, gestori, finanziatori, assicuratori fornitori ed acquirenti del prodotto. Questa società può assumere diverse forme giuridiche: soggetto pubblico singolo, soggetto privato in forma associata, società mista pubblico privato.

- I **consulenti finanziari**: sono intermediari finanziari esperti e qualificati i quali devono sempre possedere la massima indipendenza per essere imparziali e non cadere in un conflitto d'interessi. Il loro compito è quello di costruire il pacchetto finanziario, "vendere" il progetto alle banche finanziatrici, definire la forma giuridica della società di progetto, il suo statuto e strutturare l'insieme dei contratti, permessi necessari alla società di progetto per realizzare e gestire l'opera nel tempo (ad esempio: le concessioni della P.A., il contratto d'appalto e i relativi subappalti, il contratto per l'utilizzo di beni o diritti di terzi., ecc...). Per svolgere la funzione di consulente finanziario si devono avere conoscenze di natura finanziaria, tecnica e industriale, con riferimento agli ambiti industriali dove il project financing potrebbe trovare le maggiori applicazioni. Inoltre, per conto dei Promotori, verificano ed elaborano tutte le informazioni sul progetto (prodotto, mercato, concorrenza, rischi Paese, natura dei costi e dei ricavi ecc.).

- I **consulenti legali**: può essere considerato come uno dei soggetti principali dell'operazione di project financing. Le sue scelte tecnico-professionali e il suo operato hanno un'importanza fondamentale nella struttura del progetto e per la buona riuscita dello stesso. Essendo le operazioni di finanza di progetto molto complesse, i soggetti che vi partecipano sono molteplici e non vi sarà mai la presenza di un unico consulente legale.

- Le **controparti commerciali**: tutti i soggetti con un potenziale interesse nell'iniziativa, cioè:

– I **progettisti**: sono rappresentati dalle società di ingegneria che si occupano della progettazione dell'impianto o dell'opera da costruire se i promotori non vi provvedono direttamente. Svolgono un ruolo rilevante nella stima dei costi di realizzazione dell'opera. Gli ingegneri e gli architetti redigono i prescritti studi di inquadramento territoriale e ambientale. Poi, provvedono alla redazione del progetto preliminare e collaborano, per la parte che riguarda la valutazione dei costi di costruzione, alla stesura del piano economico-finanziario. Infine, sono nominati per la direzione e il collaudo dell'opera.

– L'**appaltatore**: è l'impresa o l'insieme di imprese che si aggiudica la gara di appalto per la costruzione dell'infrastruttura.

– Il **gestore**: è l'impresa o l'insieme di imprese responsabile della gestione dell'infrastruttura. A volte coincide con l'appaltatore, ovvero quando l'appaltatore possiede le competenze necessarie per gestire oltre che per costruire l'infrastruttura. La gestione dell'opera è la fase più delicata dell'operazione perché, tenendo in considerazione la logica di autofinanziamento del progetto, una gestione inefficiente renderebbe vani tutti i vantaggi dell'operazione a causa del sostenimento di costi della gestione caratteristica maggiori di quelli consentiti da una gestione efficiente. Come conseguenza si avrebbero flussi di cassa insufficienti a soddisfare banche, costruttori, fornitori ed azionisti.

– I **fornitori**: si aggiudicano i contratti per l'esecuzione di specifici lavori o per la fornitura di beni e servizi. Per quanto riguarda le iniziative di project financing, il soggetto proponente un'iniziativa dovrà dimostrare come intende realizzare e gestire il progetto che si impone di attuare. Nelle diverse fasi di attuazione e gestione, però, dovrà stipulare numerosi contratti con i fornitori con i quali dovrà poi instaurare determinati rapporti commerciali definiti attraverso schemi contrattuali che siano il più possibile predefiniti e verificati. E' importante documentare con precisione con chi si prevede avere rapporti commerciali di fornitura e attraverso quali tipi di contratti.

– Gli **acquirenti**: sono coloro che si impegnano contrattualmente ad acquistare il bene o il servizio che risulta dal project financing. Poiché però la finanziabilità del progetto dipende dai flussi di cassa futuri, è importante che vi sia

la garanzia di acquisto a condizioni predefinite per tutto il periodo di restituzione del prestito. Questo permetterà al promotore una migliore programmazione del proprio business e di dimostrare al sistema bancario le reali potenzialità dell'iniziativa e la valutazione degli eventuali rischi, determinando le condizioni per diminuire gli oneri finanziari a servizio del debito.

– I **garanti**: sono individuabili in tre tipologie di soggetti: le amministrazioni pubbliche che possono interamente o parzialmente coprire il rischio di mercato, il rischio di cambio, il rischio politico e il rischio finanziario; i partner della società di progetto che siano in grado di assumere il rischio relativo; le società di assicurazione, le quali coprono, tramite polizze, il rischio di insufficienza dei flussi di cassa destinato alla copertura del debito in seguito a distruzione o danneggiamento delle attività del progetto. La finanza di progetto richiede diversi tipi di coperture assicurative che includono i rischi tecnologici, di danno ambientale, di gestione, di manutenzione, i rischi relativi a tassi di cambio e di interesse e i rischi politici.

- I **finanziatori**: gli enti che intervengono, a vario titolo, nel finanziamento di un'iniziativa nella forma di debito a breve, medio e lungo termine, assumendo quote di rischio; I soggetti finanziatori sono le Banche che nella loro veste istituzionale svolgono il ruolo di principali finanziatori del progetto. Le banche finanziatrici possono inserirsi nel project financing in qualità di: finanziatori veri e propri, promotori del finanziamento, collaboratori alla realizzazione operativa dell'operazione, in particolare della struttura finanziaria del finanziamento (integrazione dei diversi canali di finanziamento: risorse pubbliche disponibili, cofinanziamento europeo e finanza di progetto); Oltre alle banche si possono anche trovare: le Agenzie di assicurazione del credito alle esportazioni, le Agenzie governative internazionali, gli Istituzioni di supporto e di agevolazione finanziaria.

- Il **Contraente Generale**, recentemente introdotto in Italia dalla legge 21 dicembre 2001 N° 443, è un esecutore che assume su di sé l'obbligo di eseguire con qualsiasi mezzo un'opera che risponde alle esigenze del soggetto aggiudicatore; è qualificato per specifica capacità organizzativa e tecnico-realizzativa. Questo soggetto deve garantire certezza di tempi, di costi e di buona costruzione.

### 3.2 IL PROMOTORE

Il promotore, ai sensi dell'art. 153<sup>7</sup> del D.lgs.163/2006, può presentare alle amministrazioni aggiudicatrici proposte relative alla realizzazione di lavori pubblici o di pubblica utilità, inseriti nella programmazione triennale (art. 128 D.Lgs.<sup>8</sup> n. 163/2006), ovvero negli strumenti di programmazione formalmente approvati dall'amministrazione aggiudicatrice sulla base della normativa vigente, tramite contratti di concessione (art. 143, D.Lgs.<sup>9</sup> n. 163/2006) con risorse parzialmente o totalmente a carico dei promotori stessi.

Il soggetto promotore potrà presentare, entro 180 giorni dalla pubblicazione dell'avviso indicativo da parte dell'amministrazione aggiudicatrice, la proposta.

La proposta dovrà contenere:

1. uno studio di inquadramento territoriale e ambientale;
2. uno studio di fattibilità;
3. un progetto preliminare;
4. una bozza di convenzione;
5. un piano economico-finanziario;
6. l'importo delle spese sostenute per la loro predisposizione, comprensivo anche dei diritti sulle opere d'ingegno (art. 2578 c.c.).

---

7 art. 153 Dlgs. 163/2006: "Per la realizzazione di lavori pubblici o di lavori di pubblica utilità, ivi inclusi quelli relativi alle strutture dedicate alla nautica da diporto, inseriti nella programmazione triennale e nell'elenco annuale di cui all'articolo 128, ovvero negli strumenti di programmazione formalmente approvati dall'amministrazione aggiudicatrice sulla base della normativa vigente, ivi inclusi i Piani dei porti, finanziabili in tutto o in parte con capitali privati, le amministrazioni aggiudicatrici possono, in alternativa all'affidamento mediante concessione ai sensi dell'articolo 143, affidare una concessione ponendo a base di gara uno studio di fattibilità, mediante pubblicazione di un bando finalizzato alla presentazione di offerte che contemplino l'utilizzo di risorse totalmente o parzialmente a carico dei soggetti proponenti.

8 art. 128 Dlgs 163/2006: "L'attività di realizzazione dei lavori di cui al presente codice di singolo importo superiore a 100.000 euro si svolge sulla base di un programma triennale e di suoi aggiornamenti annuali che le amministrazioni aggiudicatrici predispongono e approvano, nel rispetto dei documenti programmatori, già previsti dalla normativa vigente, e della normativa urbanistica, unitamente all'elenco dei lavori da realizzare nell'anno stesso.

9 art. 143 Dlgs. 163/2006: "Le concessioni di lavori pubblici hanno, di regola, ad oggetto la progettazione definitiva, la progettazione esecutiva e l'esecuzione di opere pubbliche o di pubblica utilità, e di lavori ad essi strutturalmente e direttamente collegati, nonché la loro gestione funzionale ed economica eventualmente estesa, anche in via anticipata, ad opere o parti di opere in tutto o in parte già realizzate e direttamente connesse a quelle oggetto della concessione e da ricomprendere nella stessa".  
(comma così modificato dall'art. 42, comma 2, lettera b), legge n. 214 del 2011).

I soggetti promotori per poter presentare le proposte devono essere dotati di idonei requisiti tecnici, organizzativi, finanziari e gestionali, eventualmente associati o consorziati con enti finanziari e con gestori di servizio.

Le amministrazioni aggiudicatrici renderanno pubblica, entro 90 giorni, la presenza nei programmi presentati dai promotori di interventi realizzabili con capitali privati.

Infine entro 15 giorni dalla ricezione della proposta le amministrazioni aggiudicatrici provvedono:

1. alla nomina e comunicazione al promotore del responsabile del procedimento;
2. alla verifica della completezza dei documenti presentati e ad eventuale dettagliata richiesta di integrazione;

L'art. 99 del D.P.R. n. 554/1999, comma 1, stabilisce che possono presentare proposte relative alla realizzazione di opere pubbliche o di pubblica utilità i soggetti che svolgono in via professionale attività finanziaria, assicurativa, tecnico-operativa, di consulenza e di gestione nel campo dei lavori pubblici e dei servizi alla collettività, che negli ultimi tre anni hanno partecipato in modo significativo alla realizzazione di interventi di natura ed importo almeno pari a quello oggetto della proposta.

Possono presentare proposta anche soggetti appositamente costruiti, nei quali comunque devono essere presenti in misura maggioritaria soci aventi i requisiti di esperienza e professionalità stabiliti nel comma 1.

Al fine di ottenere l'affidamento della concessione, il promotore dovrà comunque possedere, anche associato o consorziato ad altri soggetti, i requisiti dell'art. 98 (cioè: fatturato medio relativo alle attività svolte negli ultimi cinque anni antecedenti alla pubblicazione del bando non inferiore al dieci per cento dell'investimento previsto per l'intervento; capitale sociale non inferiore ad un ventesimo dell'investimento previsto per l'intervento; svolgimento negli ultimi cinque anni di servizi affini a quello previsto dall'intervento per un importo medio non inferiore al cinque per cento dell'investimento previsto per l'intervento; svolgimento negli ultimi cinque anni di almeno un servizio affine a quello previsto dall'intervento per un importo medio pari ad almeno il due per cento dell'investimento previsto dall'intervento).

### *3.3. LA FIGURA DEL PROMOTORE: IL PROMOTORE PUBBLICO E PRIVATO*

Il primo degli aspetti innovativi della nuova disciplina, rispetto alle precedenti esperienze di finanziamento privato di opere pubbliche realizzate con lo strumento della concessione di costruzione e gestione, è rappresentata dal riconoscimento della figura del promotore, il quale diventa il soggetto principale della fase di promozione dell'opera pubblica da realizzare.

L'art. 37- bis, comma 2<sup>10</sup> della Legge 109/1994, dispone che possono presentare le proposte di finanziamento i soggetti di cui agli artt. 10 e 17 comma 1, lettera f), eventualmente associati o consorziati con enti finanziatori e con gestori di servizi, rinviando al Regolamento l'individuazione delle ulteriori figure di promotore e dei relativi "requisiti tecnici, organizzativi, finanziari e gestionali".

Pertanto, prima dell'entrata in vigore del D.P.R. 554/1999, potevano assumere autonoma veste di promotori solo i soggetti ammessi alle gare, e le società di ingegneria; mentre la partecipazione alla promozione dell'opera da parte di enti finanziatori o di erogatori (pubblico o privati) di servizi interessati alla gestione della stessa risultava ammessa solo in forma associativa (associazione o consorzio) con i promotori costruttori.

L' art. 99 comma 1)<sup>11</sup> del Regolamento ha invece sancito che le proposte di cui all' art. 37-bis della Legge possano essere autonomamente presentate anche da coloro che svolgono professionalmente attività finanziaria, assicurativa, tecnico-operativa, di consulenza e di gestione nel campo dei lavori pubblici o di pubblica utilità o dei servizi alla collettività, sempre che negli ultimi tre anni abbiano partecipato in modo significativo alla realizzazione di interventi di natura ed importo pari a quello oggetto della proposta.

---

10 art. 37-bis, comma 2, Legge 109/1994: "Possono presentare le proposte di cui al comma 1 soggetti dotati di idonei requisiti tecnici, organizzativi, finanziari e gestionali, specificati dal regolamento, nonché i soggetti di cui agli articoli 10 e 17, comma 1, lettera f), eventualmente associati o consorziati con enti finanziatori e con gestori di servizi. [...]"

11 art. 99 comma 1, Legge 554/1999: " Possono presentare le proposte di cui all'articolo 37-bis della Legge, oltre ai soggetti elencati negli articoli 10 e 17, comma 1, lettera f), della Legge, soggetti che svolgono in via professionale attività finanziaria, assicurativa, tecnico-operativa, di consulenza e di gestione nel campo dei lavori pubblici o di pubblica utilità e dei servizi alla collettività, che negli ultimi tre anni hanno partecipato in modo significativo alla realizzazione di interventi di natura ed importo almeno pari a quello oggetto della proposta".

Ai sensi dell'art. 99, comma 2<sup>12</sup>, la proposta può essere presentata anche da soggetti appositamente costituiti, purché composti in misura maggioritaria da soci in possesso dei requisiti di esperienza e professionalità stabiliti nel comma 1 (ovvero da soggetti che possano essere autonomamente considerati promotori).

In ogni caso, per l'ottenimento della concessione, il promotore deve essere in possesso, anche associando o consorziando altri soggetti, dei requisiti previsti per il concessionario di lavori pubblici di cui all'art. 98<sup>13</sup>.

### *3.4 I FINANZIATORI: CAPITALE DI RISCHIO E CAPITALE DI DEBITO*

Un'altra importante categoria di soggetti coinvolti in un'operazione di project financing è costituita dai finanziatori. In un'operazione di project financing con l'espressione finanziatori si intendono tutti i soggetti che concorrono all'iniziativa mettendo a disposizione del promotore i capitali necessari: quindi i sottoscrittori sia del capitale di rischio (azionisti della società di progetto) che del capitale di debito (mutui, obbligazioni e altri prestiti), anche se per questi ultimi è più corretto utilizzare l'espressione "investitori".

Peraltro nelle norme in cui quest'espressione è utilizzata dal legislatore, essa è riferita alla sola categoria dei soggetti che forniscono capitale di debito: come nell' art. 37 septies, dove si prevede un vincolo di destinazione delle somme corrisposte al concessionario in caso di revoca o risoluzione del rapporto concessorio;

---

12 art. 99 comma 2, Legge 554/1999: "Possono presentare proposta anche soggetti appositamente costituiti, nei quali comunque devono essere presenti in misura maggioritaria soci aventi i requisiti di esperienza e professionalità stabiliti nel comma 1".

13 art. 98 Legge 554/1999: "I soggetti che intendono partecipare alle gare per l'affidamento di concessione di lavori pubblici, se eseguono lavori con la propria organizzazione di impresa, devono essere qualificati secondo quanto previsto dagli articoli 8 e 9 della Legge con riferimento ai lavori direttamente eseguiti, ed essere in possesso dei seguenti ulteriori requisiti economico-finanziari e tecnico-organizzativi:

- a. fatturato medio relativo alle attività svolte negli ultimi cinque anni antecedenti alla pubblicazione del bando non inferiore al dieci per cento dell'investimento previsto per l'intervento;
- b. capitale sociale non inferiore ad un ventesimo dell'investimento previsto per l'intervento;
- c. svolgimento negli ultimi cinque anni di servizi affini a quello previsto dall'intervento per un importo medio non inferiore al cinque per cento dell'investimento previsto per l'intervento;
- d. svolgimento negli ultimi cinque anni di almeno un servizio affine a quello previsto dall'intervento per un importo medio pari ad almeno il due per cento dell'investimento previsto dall'intervento. ”.



L'art. 37 octies fa, invece, riferimento al subentro nel rapporto concessorio in caso di risoluzione per fatto imputabile al concessionario; infine, l'art. 37 nonies, è relativo al privilegio dei finanziatori sui beni mobili del concessionario.

Tra i fornitori di capitale di debito occupano una posizione prevalente le banche le quali, data l'importanza dell'impegno finanziario richiesto dalle opere infrastrutturali di interesse pubblico, si uniscono in un gruppo guidato da una grande banca commerciale internazionale che coordina l'opera di tutti i prestatori nelle varie fasi di avanzamento e conclusione delle trattative, provvede a rappresentarli nei confronti di terzi e propone agli altri partner le condizioni generali di prestito.

Più complessa è invece la compagine degli investitori, cioè dei sottoscrittori del capitale di rischio della società di progetto. Tra questi è importante citare:

- a) gli stessi promotori;
- b) i costruttori dell'opera;
- c) i fornitori;
- d) gli utenti del servizio;
- e) gli istituti di credito;
- f) i mercati borsistici (se la società di progetto è quotata);
- g) le società assicurative;
- h) i fondi (fondi chiusi, fondi comuni di investimento, fondi pensione);
- i) gli enti pubblici a vario titolo coinvolti;

### *3.5 AMBITO DI APPLICAZIONE DEL PROJECT FINANCING*

Il project financing trova applicazione in settori caratterizzati da una particolare standardizzazione e da un'ampia diffusione che utilizzano tecnologie consolidate e godono di un mercato a domanda rigida. Il settore più interessante risulta essere, quindi, quello energetico delle public utilities: centrali idroelettriche, centrali termoelettriche, centrali eoliche, linee elettriche di trasmissione, reti di distribuzione del gas, le quali necessitano di rilevanti investimenti finanziari ma che hanno una discreta capacità di generare flussi di cassa regolari grazie ad una buona prevedibilità della domanda e dei prezzi unitari di vendita.

E' stato anche utilizzato, con crescente intensità, nel settore delle infrastrutture di pubblica utilità, in particolare nelle reti idriche e nei sistemi di depurazione, nei trasporti (esempio: autostrade, tunnel, aerostazioni, ferrovie, ponti, parcheggi, navi, interporti), in alcuni servizi pubblici ( esempio: scuole, carceri, impianti sportivi), e anche nelle telecomunicazioni ( telefonia cellulare, sviluppo di servizi via cavo, satelliti).

L' art. 37-bis definisce l'ambito oggettivo di operatività del project financing facendo riferimento alla realizzazione di lavori pubblici o di lavori di pubblica utilità. Al secondo comma dell' art.19, si ricomprende nell'oggetto dell'affidamento in concessione di costruzione e gestione la progettazione definitiva, la progettazione esecutiva e l'esecuzione dei lavori pubblici, o di pubblica utilità, e di lavori ad essi collegati, e inoltre la loro gestione funzionale ed economica. L'estensione dell'oggetto della concessione di costruzione e gestione ai lavori di pubblica utilità realizza diversi obiettivi, alcuni legati alle caratteristiche del project financing.

Sotto questo profilo, la norma assicura al promotore un'ampia libertà nella progettazione complessiva dell'iniziativa e la possibilità di fare affidamento, nella previsione dell'equilibrio economico-finanziario della stessa, sui flussi di cassa generati da questi lavori. Un fattore importante nella programmazione di operazioni di project financing è, infatti, l'assenza di limiti dimensionali del progetto.

Con l'espressione "nuovo servizio di pubblica utilità", invece, è evidente l'intenzione del legislatore di ricomprendere tutte le attività rivolte all'utenza, dove la specificazione di pubblica utilità prescinde sia dalla natura del soggetto che la esercita, che dal carattere

riservato all'amministrazione della gestione per riferirsi all'insieme dei soggetti che ne possono fare uso. Ma tale concetto ha significato soprattutto economico in quanto esso rappresenta la traduzione dell'espressione di public utilities, indicando quei servizi suscettibili di gestione con criteri imprenditoriali. Quanto all'aggettivo "nuovo", esso non può essere interpretato in senso assoluto, con la conseguenza che il promotore debba andare alla ricerca di un qualcosa rispetto alle attività che già costituiscono un servizio di pubblica utilità. Il carattere di novità del servizio rimane collegato all'opera che si intende realizzare: in altre parole il servizio è nuovo perché nuova è l'infrastruttura strumentale alla sua gestione.

### *3.6 LE FASI DI UN'OPERAZIONE DI PROJECT FINANCING*

Un'operazione di project financing può essere schematizzata in quattro fasi, e cioè:

1. L'identificazione del progetto, la sua localizzazione e la sua valutazione preliminare costituita da un'analisi di fattibilità tecnica ed economico-finanziaria e da un'analisi dei rischi; Ogni operazione di project financing è l'esito di un'attività negoziale che permette di definire in modo dettagliato il progetto e comporre gli interessi in gioco.

Già in questa fase le banche assumono tutti i ruoli principali che di solito svolgono in operazioni di project financing: il ruolo più delicato in questa fase è quello del consulente finanziario.

Nella fase iniziale la consulenza di una banca è indispensabile per formulare un'ipotesi finanziaria accettabile dal mercato o impostare una vera e propria gara tra istituti finanziari. Il lavoro del consulente finanziario consiste nella produzione di tre documenti principali:

- Studio di fattibilità: E' un documento interno di lavoro privo di caratteristiche standard volto alla valutazione di un duplice aspetto:

- Fattibilità tecnica ( cioè all'effettiva possibilità di dare al progetto la struttura desiderata)
- Fattibilità economico – finanziaria (valutazione dell'equilibrio economico-finanziario del progetto)

- Information memorandum (utilizzato anche in fase di sindacazione): E' il documento di base che contiene tutti i principali elementi di un'operazione.

Ha due obiettivi:

- Elaborare in modo analitico e coordinato il progetto definendone aspetti economici, giuridici e finanziari
- Promuovere il finanziamento del progetto sui mercati finanziari

Inoltre, in questo documento, sono contenute delle informazioni quali:

- Descrizione del progetto
- Promotori e struttura societaria
- Quadro normativo di riferimento e rapporti con le istituzioni
- Costruzione delle opere
- Tecnologia del progetto
- Impatto ambientale
- Caratteristiche del mercato di riferimento
- Gestione dell'iniziativa
- Contratti commerciali (fornitura di materie prime, contratti di cessione di prodotti, etc.)
- Modello economico-finanziario
- Struttura finanziaria del progetto
- Analisi di sensitività
- Garanzie ed aspetti assicurativi

-Term sheet e piano con flussi di cassa del progetto: È il documento sintetico che riassume termini e le condizioni del finanziamento; è costantemente aggiornato durante la fase di implementazione del progetto.

Gli elementi principali contenuti nel term sheet sono:

- Debitore ( solitamente la società di progetto)
- Soci del debitore

- Fonti di finanziamento
- Termini di utilizzo e rimborso dei prestiti
- Tasso d'interesse applicato
- Commissioni per le banche
- Banche finanziatrici e ruolo ricoperto
- Pacchetto delle garanzie
- Covenants ( il covenant è un accordo che intercorre tra un'impresa e i suoi finanziatori, che ha lo scopo di tutelare questi ultimi dai possibili danni che derivano da una gestione eccessivamente rischiosa dei finanziamenti concessi. L'accordo prevede clausole vincolanti per l'impresa, pena il ritiro dei finanziamenti o la loro rinegoziazione a condizioni meno favorevoli).

2. La realizzazione del progetto e la sua copertura finanziaria con l'allocazione dei rischi e la strutturazione del pacchetto (fase di progettazione e costruzione); in questa fase vengono sottoscritti i contratti e inizia la realizzazione del progetto attraverso la costruzione delle opere, l'erogazione dei finanziamenti e il monitoraggio delle opere in costruzione. Però presenta alcune criticità perché ha una durata molto lunga, si parla addirittura di alcuni anni, e non vi è produzione di ricavi. Inoltre, possono presentarsi problemi relativi all'entrata in vigore dei contratti compromettendo la realizzazione del progetto.

3. Il collaudo e l'avviamento del progetto; e' la fase che segue la realizzazione del progetto in quanto, tale fase, termina con il collaudo delle opere.

4. La gestione dell'opera, la quale inizia con l'accettazione formale delle opere realizzate, si concretizza come fase di produzione dei beni e servizi da parte della società di progetto e si collega direttamente all'incasso dei ricavi e al servizio del debito, cioè al controllo e alla gestione dei prestiti fino al loro completo rimborso. Durante il periodo di questa fase le banche monitorano continuamente i conti economici del progetto, ponendo attenzione al servizio del debito. Quando vi è il rimborso totale del debito vi è il termine dell'operazione di project financing dal punto di vista delle banche. Per i promotori invece l'operazione può continuare e i flussi finanziari prodotti da questo momento sono a loro disposizione.

### *3.7 IL MODULO GIURIDICO DELLA CONCESSIONE DI COSTRUZIONE E GESTIONE*

Il legislatore ha individuato, nella concessione di costruzione e gestione, la “cornice” giuridica delle operazioni di finanziamento privato di opere pubbliche. Nell’operare questa scelta, il legislatore ha però apportato al regime tradizionale dell’istituto, come esso emerge anche dalle ricostruzioni dottrinali e giurisprudenziali, le modifiche necessarie per adattare il medesimo alle caratteristiche del project financing.

La legge quadro definiva la concessione di costruzione e gestione come il contratto concluso fra un imprenditore ed un’ amministrazione aggiudicatrice, in cui la controprestazione a favore del concessionario consiste nel diritto di gestire funzionalmente e di sfruttare economicamente opere (art. 19, comma 2). Si prevedeva inoltre che la concessione potesse essere affidata solo in base al progetto definitivo e che gli affidatari dell’incarico di progettazione, a qualsiasi livello, non potessero partecipare alla gara per l’affidamento della concessione (art. 17, comma 9)<sup>14</sup>.

Le innovazioni introdotte dal legislatore alla disciplina della concessione di costruzione e gestione in generale (attraverso l’ art. 19) e in particolare con la disciplina del project financing, possono essere schematizzate in questo modo:

---

<sup>14</sup> art. 17 comma 9, Legge 109/1994: “Gli affidatari di incarichi di progettazione non possono partecipare agli appalti o alle concessioni di lavori pubblici nonché agli eventuali subappalti o cottimi per i quali abbiano svolto la suddetta attività di progettazione; ai medesimi appalti, concessioni di lavori pubblici, subappalti e cottimi non può partecipare un soggetto controllato, controllante o collegato all'affidatario di incarichi di progettazione. Le situazioni di controllo e di collegamento si determinano con riferimento a quanto previsto dall'articolo 2359 del codice civile. [...]”

a) ampliamento dell'oggetto della concessione, in modo da ricomprendere:

— la progettazione definitiva e la progettazione esecutiva (art. 19);

— l'esecuzione dei lavori pubblici, o di pubblica utilità, e di lavori ad essi strutturalmente e direttamente collegati, nonché la loro gestione funzionale ed economica (art. 19);

— la gestione di servizi di pubblica utilità (37 quinquies<sup>15</sup> e 37 sexies<sup>16</sup>);

b) superamento dell'incompatibilità tra progettazione e realizzazione, almeno per quanto riguarda la progettazione preliminare;

c) possibilità di affidare la concessione di costruzione e gestione sulla base del solo progetto preliminare (nuova formulazione dell'art. 20, secondo comma).

La redazione del progetto preliminare viene ora affidata al promotore in sede di proposta di finanziamento.

---

15 art. 37 quinquies Legge 109/1994: "Il bando di gara per l'affidamento di una concessione per la realizzazione e/o gestione di una infrastruttura o di un nuovo servizio di pubblica utilità deve prevedere che l'aggiudicatario ha la facoltà, dopo l'aggiudicazione, di costituire una società di progetto in forma di società per azioni o a responsabilità limitata, anche consortile. Il bando di gara indica l'ammontare minimo del capitale sociale della società. In caso di concorrente costituito da più soggetti, nell'offerta è indicata la quota di partecipazione al capitale sociale di ciascun soggetto.

16 art. 37 sexies Legge 109/1994: "Le società costituite al fine di realizzare e gestire una singola infrastruttura o un nuovo servizio di pubblica utilità possono emettere, previa autorizzazione degli organi di vigilanza, obbligazioni, anche in deroga ai limiti di cui all'articolo 2410 del codice civile, purché garantite pro-quota mediante ipoteca; dette obbligazioni sono nominative o al portatore.

### 3.8 IL CONTENUTO DELLA PROPOSTA DI FINANZIAMENTO

La proposta di finanziamento deve contenere i seguenti elementi:

- a) lo studio di inquadramento territoriale e ambientale;
- b) lo studio di fattibilità;
- c) il progetto preliminare.

Quanto al contenuto del progetto preliminare la legge quadro precisa che la progettazione preliminare definisce le caratteristiche qualitative e funzionali dei lavori, il quadro delle esigenze da soddisfare e delle specifiche prestazioni da fornire, e consiste in una relazione illustrativa delle ragioni della scelta della soluzione prospettata in base alla valutazione delle eventuali soluzioni possibili, anche con riferimento ai profili ambientali e all'utilizzo dei materiali provenienti dalle attività di riuso e riciclaggio, della sua fattibilità amministrativa e tecnica, accertata attraverso le indispensabili indagini di prima approssimazione, dei costi, da determinare in relazione ai benefici previsti, nonché in schemi grafici per l'individuazione delle caratteristiche dimensionali, volumetriche, tipologiche, funzionali e tecnologiche dei lavori da realizzare; il progetto preliminare dovrà inoltre consentire l'avvio della procedura espropriativa ( art. 16, comma 3);

- d) la bozza di convenzione;
- e) il piano economico-finanziario.

Il piano economico-finanziario ha lo scopo di accertare l'esistenza di un duplice equilibrio, economico e finanziario, dell'investimento. Questo implica, per quanto riguarda l'equilibrio economico, che il flusso attualizzato dei ricavi derivanti dall'applicazione delle tariffe debba essere almeno sufficiente per la realizzazione dell'impianto e per la gestione del servizio. Il secondo equilibrio, ovvero quello finanziario, si raggiunge quando, nell'arco di tempo preso in esame dall'investitore, per ogni periodo il flusso delle risorse finanziarie prodotte dall'investimento permettano di fronteggiare integralmente gli esborsi monetari legati alla realizzazione e al funzionamento dell'impianto.

- f) gli elementi di cui all' articolo 21, comma 2, lett. b) legge 11 febbraio 1994, n.109:



- il prezzo di cui all'articolo 19, comma 2;
  - il valore tecnico ed estetico dell'opera progettata;
  - il tempo di esecuzione dei lavori;
  - il rendimento;
  - la durata della concessione;
  - le modalità di gestione, il livello e i criteri di aggiornamento delle tariffe da praticare all'utenza;
  - ulteriori elementi individuati in base al tipo di lavoro da realizzare;
- g) le garanzie offerte dal promotore.

Le garanzie che il promotore è tenuto ad offrire all'amministrazione sono quelle previste dall'art. 30 della legge n. 109 del 1994 (modificato dall'art. 145, comma 50 L. 388/2000) alla luce delle specificazioni contenute negli artt. 100 e ss. del D.P.R. 554/1999.

### *3.9. LE SPESE DEL PROMOTORE: L'AUTONOMIA DELLA FASE DELLA PROMOZIONE*

L'ultimo periodo del comma 1 dell'articolo 37 bis dispone che nella proposta di finanziamento il promotore deve indicare l'importo delle spese sostenute per la loro predisposizione, comprensivo anche dei diritti sulle opere d'ingegno di cui all'articolo 2578 del codice civile e che quest' importo, soggetto all'accettazione da parte della amministrazione aggiudicatrice, non superi il 2,5% del valore dell'investimento, come desumibile dal piano economico-finanziario.

Tale somma sarà rimborsata al promotore qualora, superata positivamente la valutazione del progetto prevista dall'art. 37ter<sup>14</sup>, all'esito della gara di cui all'art. 37quater il promotore stesso non risulti aggiudicatario. Come previsto dal comma 4 dell'art. 37quater, il pagamento è effettuato dall'amministrazione prelevando tale importo dalla

cauzione, pari all'importo delle spese di promozione, versata dal soggetto aggiudicatario prima della gara.

### *3.10 LA VALUTAZIONE DELLA PROPOSTA*

L'art. 37 ter prevede che “entro il 31 ottobre di ogni anno le amministrazioni aggiudicatrici valutano la fattibilità delle proposte presentate sotto il profilo costruttivo, urbanistico ed ambientale, nonché della qualità progettuale, della funzionalità, della fruibilità dell'opera, dell'accessibilità al pubblico, del rendimento, del costo di gestione e di manutenzione, della durata della concessione, dei tempi di ultimazione dei lavori della concessione, delle tariffe da applicare, della metodologia di aggiornamento delle stesse, del valore economico e finanziario del piano e del contenuto della bozza di convenzione, verificano l'assenza di elementi ostativi alla loro realizzazione e, esaminate le proposte stesse anche comparativamente, sentiti i promotori che ne facciano richiesta, provvedono ad individuare quelle che ritengono di pubblico interesse”. Secondo tale norma, le operazioni di project financing possono essere proposte solo se relative alla realizzazione di lavori pubblici o di lavori di pubblica utilità, inseriti nella programmazione triennale di cui all'articolo 14, comma 2, ovvero negli strumenti di programmazione formalmente approvati dall'amministrazione aggiudicatrice sulla base della normativa vigente.

---

14 art. 37 ter Legge 109/1994: “le amministrazioni aggiudicatrici valutano la fattibilità delle proposte presentate sotto il profilo costruttivo, urbanistico ed ambientale, nonché della qualità progettuale, della funzionalità, della fruibilità dell'opera, dell'accessibilità al pubblico, del rendimento, del costo di gestione e di manutenzione, della durata della concessione, dei tempi di ultimazione dei lavori della concessione, delle tariffe da applicare, della metodologia di aggiornamento delle stesse, del valore economico e finanziario del piano e del contenuto della bozza di convenzione, verificano l'assenza di elementi ostativi alla loro realizzazione e, esaminate le proposte stesse anche comparativamente, sentiti i promotori che ne facciano richiesta, provvedono ad individuare quelle che ritengono di pubblico interesse. La pronuncia delle amministrazioni aggiudicatrici deve intervenire entro quattro mesi dalla ricezione della proposta del promotore. [...]”

Secondo tale norma, le operazioni di project financing possono essere proposte solo se relative alla realizzazione di lavori pubblici o di lavori di pubblica utilità, inseriti nella programmazione triennale di cui all'articolo 14, comma 2, ovvero negli strumenti di programmazione formalmente approvati dall'amministrazione aggiudicatrice sulla base della normativa vigente. Parallelamente, il secondo comma dell'art. 14, dispone che, nell'ambito della programmazione triennale, "le amministrazioni aggiudicatrici individuano con priorità i bisogni che possono essere soddisfatti tramite la realizzazione di lavori finanziabili con capitali privati, in quanto suscettibili di gestione economica".

È evidente, quindi, l'intenzione di superare il pericolo, più volte rilevato nel corso dei lavori preparatori, che siano realizzate opere inutili o al di fuori delle linee programmatiche assunte per soddisfare i bisogni della collettività. Il vincolo alla programmazione triennale è dunque una garanzia delle esigenze sociali e degli interessi pubblici che le amministrazioni pubbliche devono soddisfare. Il programma triennale costituisce, sulla base dell'art. 37 bis, il primo pezzo procedimentale per attuare le iniziative di project financing dando origine alla base per la realizzazione di tutti gli interventi del triennio, tranne quelli previsti dall'art. 14 comma 5, in base al quale: "sono fatti salvi gli interventi imposti da eventi imprevedibili o calamitosi, nonché le modifiche dipendenti da sopravvenute disposizioni di legge o regolamenti, ovvero da altri atti amministrativi adottati a livello statale o regionale".

La lettura combinata dell'art. 14 e della disciplina in commento permette un'interpretazione flessibile del vincolo della programmazione che permetta di conciliare i contrapposti interessi:

— per le **opere finanziate con fondi pubblici** l'art. 14, primo comma, prevede che la programmazione "costituisce momento attuativo di studi di fattibilità e di identificazione e quantificazione dei bisogni delle diverse amministrazioni e che gli studi individuano i lavori strumentali al soddisfacimento dei predetti bisogni, indicano le caratteristiche funzionali, tecniche, gestionali ed economico-finanziarie degli stessi e contengono l'analisi dello stato di fatto di ogni intervento nelle sue eventuali componenti storico-artistiche, architettoniche, paesaggistiche, e nelle sue componenti di sostenibilità ambientale, socio-economiche, amministrative e tecniche";

— per i **lavori finanziabili con capitali privati**, invece, la programmazione si limita all'individuazione dei bisogni che possono essere soddisfatti tramite la realizzazione di lavori in project financing. Inoltre, l'opera sponsorizzata non può essere inclusa nell'elenco annuale poiché tale inclusione è subordinata alla previa approvazione del progetto preliminare (art. 14, comma 6) che, nel caso di project financing è rimessa al promotore.

Infine, la valutazione della fattibilità della proposta di finanziamento sotto tutti i profili previsti dal primo comma dell'art. 14 per i lavori da realizzarsi con fondi pubblici è rinviata ad un momento successivo alla presentazione della proposta e avviene in ragione della rispondenza all'interesse pubblico dell'opera o del servizio da realizzare in project financing (art. 37ter).

Questo porta a concludere che, stabiliti in sede di programmazione i bisogni che possono essere soddisfatti tramite la realizzazione di lavori finanziabili con capitali privati, l'individuazione dei lavori strumentali al soddisfacimento dei predetti bisogni avviene con il concorso determinante del promotore.

### *3.11 INDIZIONE DELLA GARA*

#### *A) LA PROCEDURA TRAMITE GARA UNICA*

La prima ipotesi alternativa all'affidamento mediante concessione di opere pubbliche finanziabili in tutto o in parte con capitali privati è costituita dalla procedura di scelta attraverso un'unica gara. Le disposizioni che riguardano questa forma procedimentale sono disciplinate dall'art. 153 ai commi da 2 a 14; il comma 2 prevede i requisiti minimi del bando di gara, prescrivendo attraverso rinvio le modalità di pubblicazione. Una delle particolarità del contenuto del bando consiste nel fatto che a base di gara venga posto uno studio di fattibilità programmato dall'Amministrazione aggiudicatrice. Il bando poi dovrà contenere tutti gli elementi dettati nell'art. 144 del Codice in tema di affidamento in concessione. Oltre a questo, l'art. 153 comma 3 specifica:

a) che l'amministrazione aggiudicatrice ha la possibilità di richiedere al promotore prescelto, di cui al comma 10, lettera b), di apportare al progetto preliminare, da questi presentato, le modifiche eventualmente intervenute in fase di approvazione del progetto,

anche al fine del rilascio delle concessioni demaniali marittime, ove necessarie, e che in tal caso la concessione e' aggiudicata al promotore solo successivamente all'accettazione, da parte di quest'ultimo, delle modifiche progettuali nonché del conseguente eventuale adeguamento del piano economico-finanziario;

b) che, in caso di mancata accettazione da parte del promotore di apportare modifiche al progetto preliminare, l'amministrazione ha facoltà di chiedere progressivamente ai concorrenti successivi in graduatoria l'accettazione delle modifiche da apportare al progetto preliminare presentato dal promotore alle stesse condizioni proposte al promotore e non accettate dallo stesso.

Questa facoltà di richiedere l'eventuale accettazione ad altri concorrenti deve ritenersi che abbia come destinatario il singolo concorrente che si è qualificato per secondo e, solo in ipotesi di una sua mancata accettazione, al concorrente successivo e così via secondo l'ordine di graduatoria. Un'altra caratteristica del project financing a gara unica è che il criterio di scelta delle offerte è quello dell'offerta economicamente più vantaggiosa, disciplinata dall'art. 83 del Codice (art. 153, comma 4). I commi 5 e 6 dell'art. 153, invece, prevedono rispettivamente che, oltre a quanto è previsto dall'art. 83 per quanto riguarda le concessioni, l'esame delle proposte viene esteso agli aspetti relativi alle qualità del progetto preliminare che è stato presentato, al valore economico e finanziario del piano e al contenuto della bozza di conclusione; il bando, poi, indica i criteri, in base all'ordine di importanza loro attribuita, tramite i quali si procede alla valutazione comparativa tra le diverse proposte. Al disciplinare di gara viene attribuito il contenuto più specifico, costituito cioè dall'indicazione dell'ubicazione e della descrizione dell'intervento da realizzare, la destinazione urbanistica, la consistenza e la tipologia del servizio da gestire. Lo scopo di tali elementi, indicati al comma 7 dell'art. 153, è quello di garantire che le offerte che vengono presentate dai concorrenti siano fondate su presupposti omogenei in modo tale che la commissione giudicatrice possa procedere ad una coerente comparazione delle offerte stesse.

In base al comma 10: "L'amministrazione aggiudicatrice:

- a) prende in esame le offerte che sono pervenute nei termini indicati nel bando;
- b) redige una graduatoria e nomina promotore il soggetto che ha presentato la migliore offerta; la nomina del promotore può aver luogo anche in presenza di una sola offerta;
- c) pone in approvazione il progetto preliminare presentato dal promotore, con le modalità

indicate all'articolo 97. In tale fase è onere del promotore procedere alle modifiche progettuali necessarie ai fini dell'approvazione del progetto, nonché a tutti gli adempimenti di legge anche ai fini della valutazione di impatto ambientale, senza che ciò comporti alcun compenso aggiuntivo, né incremento delle spese sostenute per la predisposizione delle offerte indicate nel piano finanziario;

d) quando il progetto non necessita di modifiche progettuali, procede direttamente alla stipula della concessione;

e) qualora il promotore non accetti di modificare il progetto, ha facoltà di richiedere progressivamente ai concorrenti successivi in graduatoria l'accettazione delle modifiche al progetto presentato dal promotore alle stesse condizioni proposte al promotore e non accettate dallo stesso”.

In pratica, la stazione appaltante dopo aver provveduto alla valutazione delle offerte, procede all'individuazione del soggetto che assume il ruolo formale di promotore, cioè il concorrente che ha presentato l'offerta giuridica migliore. Da quest'individuazione deriva la scelta, oltre del soggetto giudicato migliore, anche della soluzione progettuale e gestionale da realizzare. La soluzione progettuale però non assume una veste definitiva in quanto essa deve essere formalmente approvata ai sensi dell'art. 97 del Codice ed è soggetta alle eventuali modifiche che l'Amministrazione si è riservata di ai sensi del comma 3, lettera a). Se però non sussistono necessità di apportare modifiche progettuali, la stazione appaltante può procedere direttamente alla stipula della concessione. Il concessionario dovrà quindi redigere il progetto definitivo e quello esecutivo, preliminarmente all'inizio dei lavori. Per quanto riguarda il promotore, se questo accetta di eseguire le modifiche prescritte si passerà alla stipula del contratto di concessione. Se invece rifiuta le modifiche, la stazione concedente scorrerà progressivamente la graduatoria fino ad individuare un concorrente che le accetti.

Con la determinazione n. 1 del 14 gennaio 2009, la procedura con gara unica dell'“Autorità per la vigilanza sui contratti pubblici di lavori, servizi e forniture” (art. 153, comma 1-14), può essere riassunta in questo modo:

- pubblicazione del bando sulla base dello studio di fattibilità;
- esame delle offerte pervenute nei termini;
- redazione della graduatoria secondo il criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa e nomina del promotore (migliore offerente);

- approvazione del progetto preliminare presentato dal promotore (che dovrà essere coerente con gli obiettivi dello studio di fattibilità) sottoponendolo a conferenza di servizi;
- stipula del contratto di concessione con il promotore ove il progetto non presenti necessità di modifica;
  - ove il progetto debba essere modificato, richiesta al promotore di apportare le modifiche richieste in sede di conferenza di servizi e di adeguare il piano economico finanziario (PEF) senza alcun compenso aggiuntivo;
  - ove il promotore rifiutasse di apportare le modifiche, vi è la richiesta ai concorrenti successivi in graduatoria di disponibilità a stipulare il contratto previa modifica del progetto del promotore.

## B) IL SISTEMA DELLA DOPPIA GARA

La seconda modalità procedurale, di quelle ad iniziativa pubblica, prevista dal Codice al fine di individuare il soggetto promotore di un Progetto di Finanza, è disciplinata dall'art. 153 comma 15, il quale regola il procedimento tramite doppia gara. Tale procedimento è disciplinato mediante un richiamo alle disposizioni precedentemente esaminate nella procedura a gara unica, fatta eccezione per l'applicazione di regole specifiche che introducono la doppia gara, salvo la mancata applicazione di alcune disposizioni incompatibili con tale procedura.

In base all'art. 153 comma 15:

“Le amministrazioni aggiudicatrici, ferme restando le disposizioni relative al contenuto del bando previste dal comma 3, primo periodo, possono, in alternativa a quanto prescritto dal comma 3, lettere a) e b), procedere come segue:

- a) pubblicare un bando precisando che la procedura non comporta l'aggiudicazione al promotore prescelto, ma l'attribuzione allo stesso del diritto di essere preferito al migliore offerente individuato con le modalità di cui alle successive lettere del presente comma, ove il promotore prescelto intenda adeguare la propria offerta a quella ritenuta più vantaggiosa;
- b) provvedere alla approvazione del progetto preliminare in conformità al comma 10, lettera c);
- c) bandire una nuova procedura selettiva, ponendo a base di gara il progetto preliminare approvato e le condizioni economiche e contrattuali offerte dal promotore, con il criterio

della offerta economicamente più vantaggiosa;

d) dove non siano state presentate offerte valutate economicamente più vantaggiose rispetto a quella del promotore, il contratto è aggiudicato a quest'ultimo;

e) dove siano state presentate una o più offerte valutate economicamente più vantaggiose di quella del promotore posta a base di gara, quest'ultimo può, entro quarantacinque giorni dalla comunicazione dell'amministrazione aggiudicatrice, adeguare la propria proposta a quella del migliore offerente, aggiudicandosi il contratto. In questo caso l'amministrazione aggiudicatrice rimborsa al migliore offerente, a spese del promotore, le spese sostenute per la partecipazione alla gara, nella misura massima di cui al comma 9, terzo periodo;

f) dove il promotore non adegui nel termine indicato alla precedente lettera e) la propria proposta a quella del miglior offerente individuato in gara, quest'ultimo è aggiudicatario del contratto e l'amministrazione aggiudicatrice rimborsa al promotore, a spese dell'aggiudicatario, le spese sostenute nella misura massima di cui al comma 9, terzo periodo.

Qualora le amministrazioni aggiudicatrici si avvalgano delle disposizioni del presente comma, non si applicano il comma 10, lettere d), e), il comma 11 e il comma 12, ferma restando l'applicazione degli altri commi che precedono”.

Da ciò emerge che questa procedura non è caratterizzata da una specificità o preferenza da parte del legislatore in quanto è prevista in alternativa alla procedura mediante gara unica. Quindi questa scelta appartiene alla discrezionalità dell'Amministrazione, la quale può procedere mediante il sistema a gara unica oppure mediante il sistema a doppia gara. L'opzione per la procedura di Project Financing tramite doppia gara sembra che permetta all'Amministrazione di avere condizioni economiche più vantaggiose rispetto alla procedura a gara unica.

Il bando con il quale viene avviata la prima selezione dovrà essere caratterizzato dai contenuti stabiliti al comma 3 dell'art.153, già specificati per la procedura a gara unica. Nella procedura con doppia gara viene richiamato solamente il primo periodo del comma 3 e quindi non rientrano nel bando di gara le disposizioni previste alla lettera a) e b), cioè le previsioni che riguardano la facoltà dell'Amministrazione di apportare modifiche progettuali e il regime di scorrimento di graduatoria per l'ipotesi in cui il promotore prescelto non accetti le modifiche proposte dall'Amministrazione.



Il sistema di scelta adottato per quanto riguarda la procedura con doppia gara prevede:

— una prima procedura cosiddetta “rigida” costituita dalla licitazione privata secondo il criterio dell’offerta economicamente più vantaggiosa sul progetto preliminare presentato dal promotore (art. 37 ter lett. a);

— una procedura negoziata, quindi più flessibile, tra il promotore ed i soggetti presentatori delle due migliori offerte per la scelta definitiva del concessionario (art. 37 ter lett. b).

Nelle due procedure previste dalle lettere a) e b) dell’art. 37 quater si possono intravedere le fasi in cui si sdoppia l’affidamento nel sistema dell’appalto concorso: la prima, che è assimilabile ad una licitazione privata e caratterizzata da rigidità del procedimento e delle determinazioni della Pubblica Amministrazione, si chiude con la valutazione delle offerte. La seconda fase, invece, è rivolta nei confronti dell’offerta prescelta ed è contraddistinta da forme e giudizi discrezionali; in questa seconda fase la stazione appaltante esercita poteri discrezionali non comuni rispetto ad ogni altra gara, tanto che la stessa viene assimilata ad una trattativa privata.

Nella prima gara a licitazione privata si gioca in base alle regole del promotore, poiché a base della gara è posto il progetto preliminare redatto dal promotore unitamente alla proposta di finanziamento.

L’aggiudicazione della concessione avviene attraverso una procedura negoziata da svolgere fra il promotore ed i soggetti presentatori delle due migliori offerte nella gara; nel caso in cui alla gara abbia partecipato un unico soggetto la procedura negoziata si svolge fra il promotore e questo unico soggetto.

Nella tabella seguente sono riportate le fasi caratterizzanti la procedura a gara unica e la procedura a doppia gara:

<b>FASI</b>	<b>GARA UNICA (comma 1-14)</b>	<b>DOPPIA GARA (comma 15)</b>
1	Bando di gara pubblicato sulla base di uno studio di fattibilità	Bando di gara sulla base di uno studio di fattibilità
2	Valutazione offerte pervenute	Valutazione offerte pervenute
3	Redazione graduatoria	Redazione graduatoria
4	Nomina promotore	Nomina promotore con diritto di prelazione
5	Convocazione Conferenza di servizi per approvazione del progetto presentato dal promotore	Convocazione Conferenza di servizi per approvazione del progetto presentato dal promotore
6	<p>6.1 Stipula contratto di concessione salvo qualora il progetto necessiti modifiche.</p> <p>6.2 Qualora il progetto debba essere modificato, l'amministrazione richiede al promotore di procedere, stabilendone anche i termini: a) alle modifiche progettuali prescritte in conferenza di servizi, ai fini dell'approvazione del progetto; b) ad adeguare il piano economico-finanziario; c) a svolgere tutti gli adempimenti di legge, anche ai fini della valutazione di impatto ambientale. La predisposizione di tali modifiche e lo svolgimento di tali adempimenti, in quanto onere del promotore, non comporta alcun compenso aggiuntivo, o incremento delle spese sostenute e indicate dal piano economico-finanziario per la predisposizione delle offerte.</p>	<p>(FINE PRIMA GARA)</p> <p>Amministrazione indice una gara sulla base del progetto preliminare presentato dal promotore ed il piano eco-finanziario, salvo qualora il progetto necessiti modifiche.</p>
7		<p>INIZIO SECONDA GARA PER AFFIDAMENTO/CONCESSIONE</p> <p>Amministrazione pubblica il bando sulla base del progetto preliminare approvato e del piano eco-finanziario del promotore.</p>
8		<p>8.1 Aggiudicazione della concessione al promotore, salvo presentazione di altre offerte.</p> <p>8.2 Qualora il progetto necessiti di modifiche, richiede al promotore di procedere stabilendone anche i termini: a) alle modifiche progettuali prescritte in conferenza di servizi ai fini dell'approvazione del progetto; b) ad adeguare il piano economico-finanziario; c) a svolgere tutti gli adempimenti di legge anche ai fini della valutazione di impatto ambientale; la predisposizioni di tali modifiche e lo svolgimento di tali adempimenti in quanto onere a norma di legge, del promotore non comportano alcun compenso aggiuntivo, né incremento delle spese sostenute e indicate nel piano economico-finanziario per la predisposizione delle offerte.</p>

## 4. ASPETTI ECONOMICI DEL PROJECT FINANCING

### *4.1 LE CARATTERISTICHE GENERALI E LA SCHEMATIZZAZIONE DI UN'OPERAZIONE DI PROJECT FINANCING*

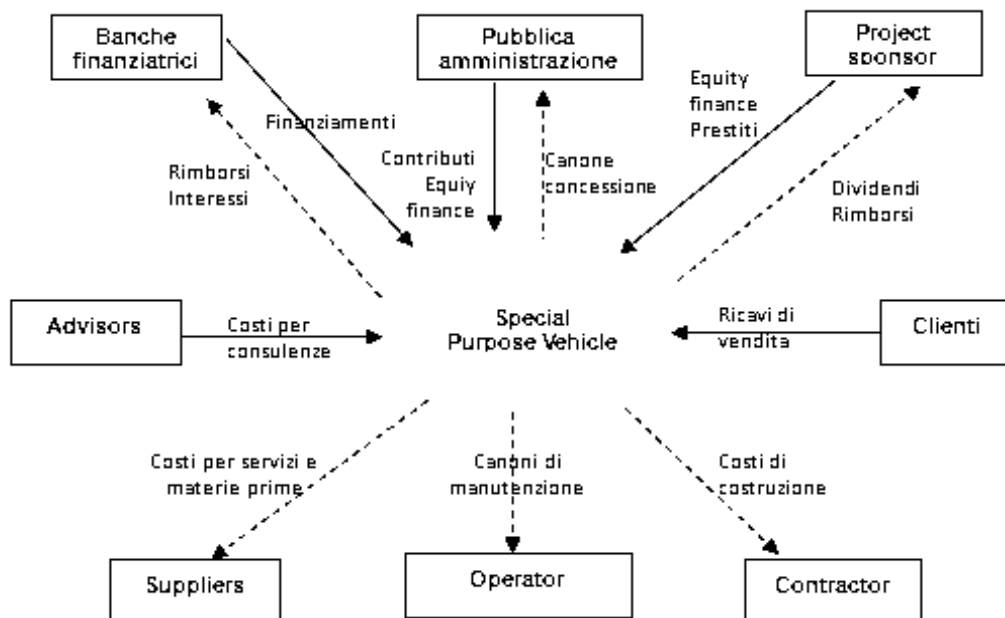
Il project financing è un'operazione di finanza strutturata che ha lo scopo di rendere possibile il finanziamento d'iniziativa economica sulla base della valenza tecnico-economica del progetto proposto, piuttosto che sulla capacità autonoma d'indebitamento dei soggetti promotori dell'iniziativa.

Tale operazione presenta, tuttavia, alcune caratteristiche ricorrenti, cioè:

- i finanziatori valutano il progetto principalmente per la sua capacità di generare flussi di cassa;
- si mira sempre a mantenere una certa separazione tra gli sponsor, il progetto e il fabbisogno finanziario ad esso collegato: a questo proposito viene costituita un'apposita Società di Progetto che ha il compito di sviluppare l'iniziativa e di beneficiare delle risorse finanziarie necessarie alla sua realizzazione; è perciò un'entità che viene capitalizzata dagli sponsor che funge da perno di collegamento tra il gruppo dei finanziatori e garanti e il progetto stesso;
- i finanziamenti ottenuti sono intestati a tale veicolo finanziario e le garanzie offerte dagli sponsor al rimborso dell'indebitamento contratto sono limitate. Quindi il progetto ha una discreta influenza sul bilancio degli sponsor e incide in maniera ridotta sulla loro capacità di ricorso al credito;
- un elemento che acquisisce importanza è la fase di gestione e costruzione dell'opera perché solamente una gestione efficace e qualitativamente elevata permette di generare i flussi di cassa necessari a soddisfare banche e azionisti;
- le principali garanzie legate all'operazione sono di natura contrattuale;
- la struttura dell'operazione si raggiunge a seguito di un processo di negoziazione tra i diversi soggetti che vi sono coinvolti (cioè: azionisti, banche, controparti commerciali) in merito alla ripartizione dei rischi dell'iniziativa tra i diversi partecipanti.

La schematizzazione della struttura di un project financing di seguito riprodotta permette di cogliere gli aspetti economico-finanziari dell'operazione che si caratterizza come un'organizzazione sistemica tra una molteplicità di soggetti diretta a soddisfare le aspettative economiche di ciascuno di essi.

Questa schematizzazione risulta molto utile per comprendere i valori che devono trovare rappresentazione nel modello economico-finanziario di un'operazione di project financing.



Struttura di project financing e flussi economico – finanziari (Sebastiano di Diego e Ferdinando Franguelli –il piano economico-finanziario nell'ambito del project financing)

Come indicato nello schema, i soggetti che partecipano all'operazione sono:

1. il project sponsor;
2. le banche finanziatrici;
3. il costruttore (contractor);
4. il gestore (operator);
5. i fornitori (suppliers);

6. i clienti (purchasers);
7. i consulenti esterni (advisors).

## 1. PROJECT SPONSOR

Gli sponsor (o promotori) sono le imprese o le amministrazioni pubbliche che, una volta che hanno identificato un'opportunità d'investimento, danno inizio all'operazione realizzando la società veicolo e conferendo a essa il capitale di rischio.

Quest'ultimo è molto importante perché:

- permette di sostenere e finanziare le fasi di progettazione, di studio e analisi di fattibilità fino alla predisposizione del business plan da sottoporre ai finanziatori;
- attribuisce al progetto un maggiore grado di bancabilità.

Come già detto in precedenza, il project financing richiede la costituzione di una società il cui unico scopo è la realizzazione e la gestione del progetto. Questa società, oltre ad essere titolare di tutti i diritti relativi all'operazione, è un'entità giuridicamente distinta da quella dello sponsor, con la conseguente separazione dei flussi generati dal progetto da quelli relativi alle altre attività del promotore. Un eventuale fallimento del progetto, non permetterà al finanziatore di rivalersi su beni del promotore diversi da quelli di proprietà della società di progetto e il fallimento del promotore non danneggerà l'esistenza della società di progetto.

Inoltre, la costituzione di uno Special Purpose Vehicle permette ai finanziatori di esercitare controlli molto serrati e di imporre vincoli di natura contrattuale e societaria necessari alla strutturazione di un'operazione di project financing.

## 2. BANCHE E ALTRI FINANZIATORI

Sono coloro che apportano il capitale di debito per la realizzazione del progetto. Le forme di finanziamento più ricorrenti sono:

- finanziamenti bancari: a medio-lungo termine ed erogati da un gruppo di banche. Le condizioni sono difficilmente standardizzabili a causa della specificità delle operazioni;
- prestiti obbligazionari: vengono utilizzati per i progetti più grandi e permettono di ammortizzare i costi di emissione, sono negoziabili sui mercati secondari e il profilo di rischio è legato al profilo di rischio del progetto;
- leasing: la società di leasing fornisce il bene allo Special purpose vehicle (Spv) dopo averne acquisita la proprietà dal fornitore (contractor). Lo Spv si impegna a pagare al locatore canoni fissi o rivedibili per un periodo di tempo e con una cadenza prefissati. E' prevista la facoltà di riscatto al termine del contratto.

### 3. CONTRACTOR

È l'impresa (o il gruppo d'impres) che si aggiudica la gara per la costruzione dell'impianto.

Essa sviluppa e rende operativo il progetto come appaltatore e deve essere coperto dai rischi che l'iniziativa comporta (ad esempio, il rischio di pagamento, il rischio d'indebita escussione da parte del committente delle fidejussioni fornite).

### 4. GESTORE

Il gestore è il soggetto che, attraverso la gestione, lo sfruttamento economico e la manutenzione del progetto, ne assicura il funzionamento e di conseguenza la raccolta di ricavi quali fonte primaria di copertura dei costi d'investimento e di finanziamento sostenuti.

### 5. FORNITORI

I fornitori sono i soggetti che, sulla base di determinati impegni, forniscono beni e servizi necessari alla realizzazione dell'iniziativa.

## 6. CLIENTI

Sono gli acquirenti dei servizi relativi al progetto realizzato, giocano un ruolo fondamentale nel fornire quel flusso di ricavi indispensabile per il rimborso dei debiti contratti.

## 7. CONSULENTI ESTERNI

I consulenti sono professionisti ai quali i promotori si rivolgono per risolvere problemi di diversa natura in fase di avvio dell'operazione di project financing. Le società finanziarie e le banche d'affari hanno il compito di preparare lo studio di fattibilità e di finanziabilità dell'operazione e predispongono il piano economico-finanziario che sarà il riferimento per lo sviluppo dell'iniziativa.

### *4.2 LA SOSENBILITA' ECONOMICO-FINANZIARIA DEL PROGETTO*

Il buon esito di una proposta di project financing dipende non solo dalla sua fattibilità tecnica, ma anche dalla sua fattibilità finanziaria.

Nell'ambito dello studio di fattibilità assume importanza l'analisi della sostenibilità economico-finanziaria dell'operazione. L'indagine di questo profilo è importante per:

- motivare gli sponsor a promuovere l'iniziativa;
- cercare capitali di rischio;
- convincere i finanziatori a prendere parte al progetto assumendosene parte del rischio;
- determinare le garanzie necessarie.

In particolare, lo studio di fattibilità deve rispondere agli interessi di almeno due categorie di soggetti:

- gli sponsor, ai quali serve, da un lato, per indicare l'evoluzione del progetto e per verificare le varie tipologie di controparti che possono sostenerlo e, dall'altro, per svolgere un'attenta valutazione economica della redditività;

- i finanziatori, i quali hanno necessità di valutare l'impegno finanziario complessivo e di conoscere i vari rischi connessi alla realizzazione e alla gestione del progetto.

Non potendo di per sé garantire il raggiungimento del risultato previsto, lo studio di fattibilità viene utilizzato per valutare le caratteristiche economiche e non economiche del progetto e la sua attendibilità, tenendo presente che ciò che peserà nella sua valutazione saranno la logica e i legami sottesi all'evoluzione delle variabili e delle fasi del progetto, i suoi punti di forza e di debolezza, i nessi causa-effetto tra le variabili chiave.

#### *4.3 IL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO*

Il piano economico-finanziario consiste in un insieme di studi e di analisi che permettono una valutazione preventiva della fattibilità finanziaria del progetto.

Esso deve contenere:

- l'indicazione dei presupposti e delle condizioni di base che determinano l'equilibrio economico-finanziario degli investimenti e della gestione;
- la specificazione della quota annuale di ammortamento degli investimenti;
- la specificazione del valore residuo al netto degli ammortamenti annuali;
- l'eventuale valore residuo dell'investimento non ammortizzato al termine della concessione;
- la dimostrazione della disponibilità delle risorse finanziarie necessarie a coprire il costo dell'investimento.

In base all'art. 153 del Codice dei contratti pubblici , il piano economico finanziario deve essere asseverato da un istituto di credito.



*Gentili Signori*

in relazione al progetto preliminare ..... nonché alla relativa documentazione e ai dati che ci avete presentato in data ..... vi facciamo presente quanto segue.

Premesso che:

- la vostra società intende proporsi in qualità di promotore del progetto .....
- che la vostra società ha predisposto un piano economico – finanziario del progetto ....., allegato alla presente, e l'ha sottoposto alla banca per il rilascio dell'asseverazione ai sensi dell'art. 37-bis della legge n. 109/1994.

la Banca ..... assevera l'allegato piano economico e finanziario predisposto dalla vostra società attestandone la coerenza nel suo complesso sulla base:

- del prezzo che il promotore intende chiedere all'Amministrazione per l'affidamento della concessione;
- del prezzo che il promotore intende corrispondere all'Amministrazione per la costituzione o il trasferimento dei diritti;
- del canone che il promotore intende corrispondere all'Amministrazione aggiudicatrice;
- della durata della concessione;
- del tempo previsto per l'esecuzione dei lavori e per l'avvio della gestione;
- della struttura finanziaria;
- dei costi/ricavi e dei tempi proposti e dei conseguenti flussi di cassa generati dal progetto.

La Banca ha inoltre verificato la congruenza dei dati forniti nel piano economico e finanziario con la bozza di convenzione presentata dalla vostra società.

Nello svolgimento dell'attività di cui sopra, la banca si è basata su dati e documenti relativi al progetto da voi forniteci che non sono stati sottoposti a verifiche di congruità.

La vostra società si assume pertanto ogni responsabilità circa la veridicità e congruità dei suddetti dati e dei documenti presentati al riguardo nonché, più in generale, di qualsiasi altra informazione comunicata alla banca ai fini della redazione del presente documento.

Il presente documento non costituisce in alcun modo impegno da parte della banca al finanziamento del progetto.

La presente asseverazione è resa alla vostra società con l'espreso avvertimento che:

1. la banca non svolge alcuna funzione di natura pubblica;
2. la presente asseverazione non costituisce attività sostitutiva della funzione di verifica e valutazione della proposta del promotore, di competenza della Pubblica Amministrazione.

Schema di asseverazione di un piano economico-finanziario relativo ad un progetto preliminare presentato da un promotore di infrastrutture ai sensi dell'art. 37 bis della legge n. 109/1994
--

#### *4.4 GLI SCOPI DEL PIANO*

Lo scopo principale del piano economico-finanziario è quello di stimare:

- la redditività attesa dell'investimento per gli azionisti;
- il fabbisogno finanziario in termini di ammontare e caratteristiche;
- la capacità d'indebitamento del progetto.

In questo piano vengono schematizzate tutte le possibilità del progetto di tener fede alle aspettative dei promotori e dei finanziatori. I promotori punteranno, per quanto riguarda l'attuazione del progetto, a un ritorno economico che soddisfi adeguatamente il capitale di rischio, i finanziatori invece faranno attenzione alle possibilità di rimborso del debito guardando l'aspetto economico solo come condizione necessaria per la creazione delle disponibilità finanziarie essenziali.

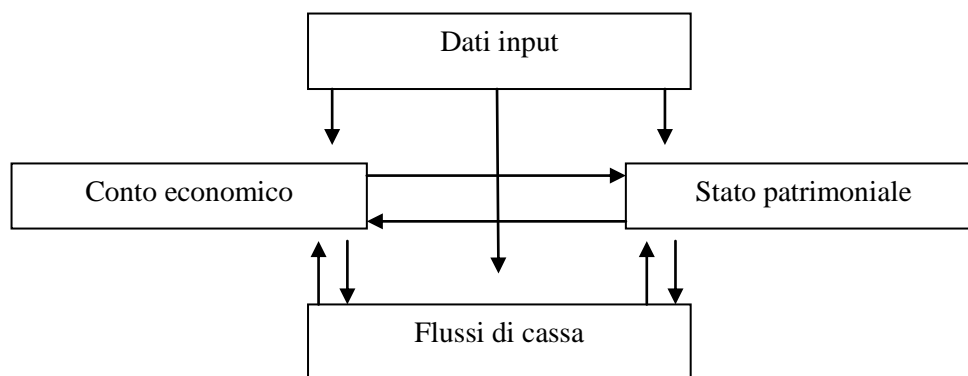
Per questo, infatti, il piano economico-finanziario deve rendere evidente:

- che il flusso attualizzato dei ricavi è almeno sufficiente per la realizzazione dell'impianto e per la gestione del servizio;
- che i flussi di cassa generati permettono di far fronte ai pagamenti legati alla realizzazione e al funzionamento dell'impianto.

#### *4.5 LA PREDISPOSIZIONE DEL PIANO ECONOMICO*

##### *I dati di input*

Il financial advisor, incaricato di predisporre il piano economico-finanziario, deve per prima cosa individuare le ipotesi fondamentali (cioè i dati input) dalla cui elaborazione risulteranno gli schemi di Conto economico e Stato patrimoniale previsionali e il calcolo dei flussi di cassa generati dall'investimento.



Schema logico di redazione del piano economico-finanziario (Sebastiano di Diego e Ferdinando Franguelli –il piano economico-finanziario nell’ambito del project financing)

I principali dati input che devono essere analizzati sono:

- Investimenti e manutenzioni straordinarie

La costruzione del modello economico-finanziario richiede di quantificare gli investimenti che saranno fondamentali per l’avvio dell’iniziativa di project financing.

Occorre quindi distinguere quali sono gli investimenti diretti e quelli indiretti.

Gli investimenti diretti sono rappresentati da:

- costo di costruzione dell’impianto;
- costo per l’acquisto del terreno sul quale verrà realizzata la struttura;
- oneri accessori;
- oneri di manutenzione straordinaria.

Gli investimenti indiretti invece sono costituiti da:

- Iva sul valore degli investimenti diretti;
- costi per le garanzie e le polizze assicurative;
- interessi capitalizzati;
- commissioni riconosciute all’advisor e all’arranger.

- Contributi pubblici

Tra i valori input è necessario considerare anche gli eventuali contributi in conto impianti ottenibili dallo Social Purpose Vehicle, i quali, se vengono erogati, contribuiranno a ridurre il costo relativo alla realizzazione del progetto d’investimento.

#### ○ Ricavi operativi

I ricavi di esercizio differenziati per tipologia (ad es. tariffari e non tariffari) devono essere determinati sulla base di ciò che risulta dall'analisi della domanda (attuale e potenziale) dei beni e/o servizi che saranno prodotti. La stima di questa voce costituisce l'elemento critico dell'iniziativa di project financing in quanto gran parte dei costi di gestione sono di natura fissa, per cui non sono elastici al variare della domanda. In questa fase assumono particolare rilievo le analisi di elasticità della domanda al variare del regime tariffario adottato. Questo sarà utile in sede di negoziazione e confronto con la Pubblica Amministrazione per valutare l'impatto di politiche tariffarie alternative sui ricavi totali stimati;

#### ○ Costi di gestione

La natura dei costi operativi dipende dalle modalità di gestione dell'impianto. Se il gestore è la società di progetto, nel piano saranno rappresentati tutti i costi legati alla gestione dell'impianto, quali ad esempio:

- costi del personale;
- costi per acquisti di beni e servizi;
- costi di manutenzione ordinaria;
- costi di assicurazione;
- costi per godimento di beni di terzi;
- spese generali.

Nel caso invece la gestione sia affidata ad un operatore esterno, la principale voce di costo sarà rappresentata dalla commissione pagata a questo soggetto per lo svolgimento della propria attività.

#### ○ Ammortamenti

È necessaria la definizione del piano di ammortamento relativo all'investimento iniziale e agli altri oneri capitalizzati. Si rammenta che tale voce di costo spesso costituisce una parte rilevante dei costi totali di funzionamento (E' il caso delle strutture di trasporto ed immobiliari). La normativa permette al Concessionario di Opere pubbliche di adottare, anziché il tradizionale sistema di ammortamento, quello cosiddetto finanziario che consente di portare in deduzione il costo totale

dell'investimento iniziale sostenuto in quote costanti ripartite per ciascun' anno di durata della concessione computando in questa anche la frazione d'anno.

- Imposte

L'impatto economico-finanziario della gestione fiscale va spiegato tenendo conto delle modalità di calcolo e di versamento:

- delle imposte dirette (Ires e Irap);
- delle imposte indirette (Iva, registro ecc.).

- Capitale Circolante Netto (CCN)

L'andamento di questo investimento può essere analizzato tenendo in considerazione le seguenti variabili:

- tempi medi di incasso;
- tempi medi di pagamento;
- tasso di rotazione del magazzino.

- Fonti di copertura del fabbisogno

Le modalità di finanziamento scelte per la copertura del fabbisogno finanziario generato dal progetto vanno distinte fra: debito, capitale di rischio e altri mezzi propri. Solitamente gli sponsor desiderano minimizzare il versamento di capitale di rischio e posticipare il più a lungo possibile il momento del versamento; l'entità del capitale di rischio è però fondamentale perché attribuisce credibilità all'iniziativa.

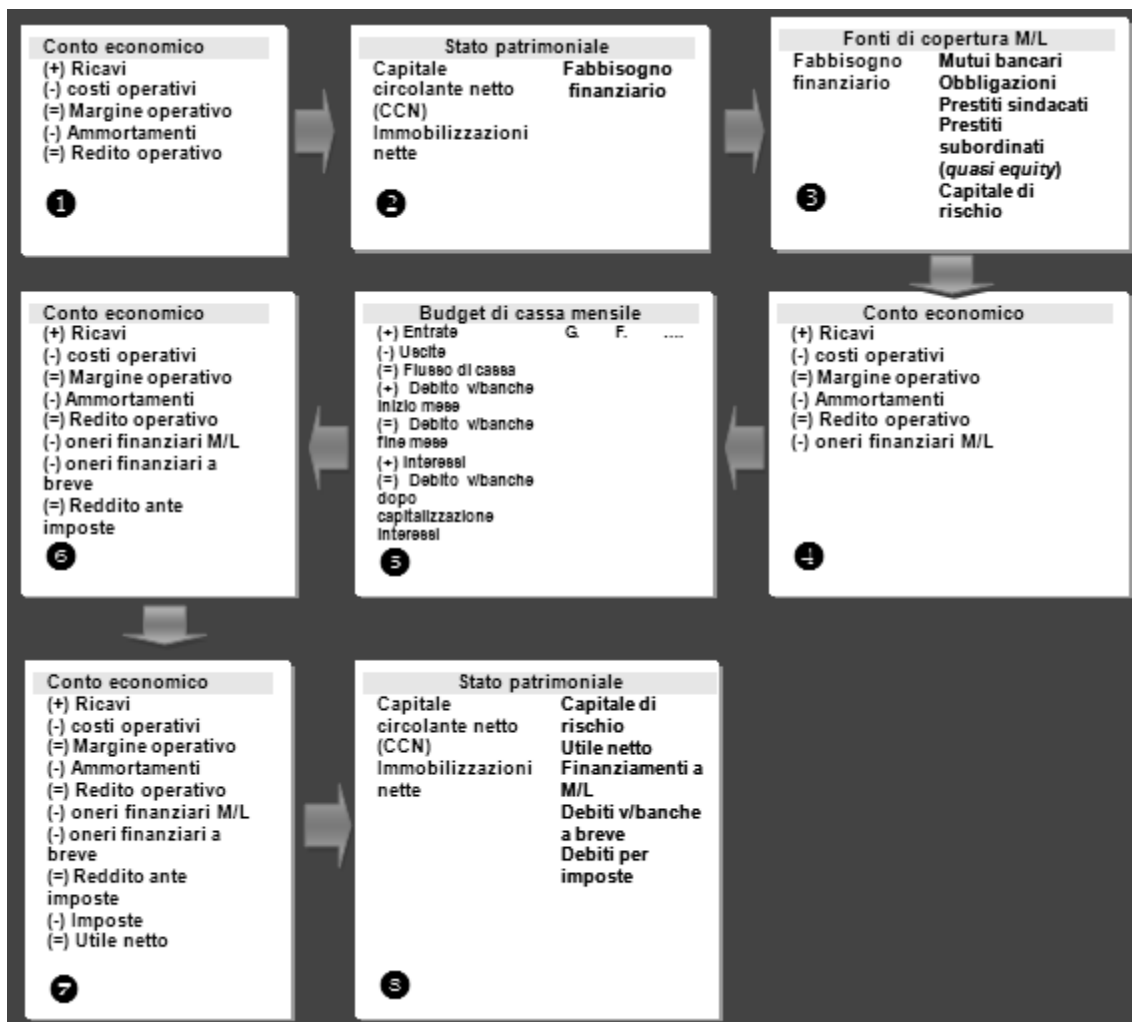
- Debt service reserve

Rappresenta l'accantonamento che i finanziatori chiedono a titolo prudenziale ed è adeguato a un certo numero di mesi di servizi del debito.

#### *4.6 LA PREDISPOSIZIONE DEL CONTO ECONOMICO E DELLO STATO PATRIMONIALE*

Una volta che sono stati individuati i dati di input, il passo successivo è la redazione dei bilanci previsionali relativi agli anni compresi nel periodo di pianificazione. La costruzione di un bilancio previsionale richiede determinati passaggi logici, quali:

- redazione del conto economico fino all'individuazione del reddito operativo (cioè l'utile da dividere fra banche, Erario e soci) (1);
- redazione dello stato patrimoniale fino all'individuazione degli impieghi di capitale e quindi del fabbisogno finanziario da coprire (2);
- quantificazione delle fonti di copertura a M/L termine (capitale di rischio, capitale di debito, contributi pubblici) (3) e calcolo degli oneri finanziari relativi (4);
- costruzione budget di cassa mensili e determinazione del debito v/banche a breve (5) e dei relativi oneri finanziari (6);
- determinazione imposte e debiti tributari e completamento del Conto Economico (7) e dello Stato Patrimoniale (8).



Le fasi per la costruzione del bilancio previsionale (Sebastiano di Diego e Ferdinando Franguelli –il piano economico-finanziario nell'ambito del project financing)

#### 4.7 I PROSPETTI DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO

Un piano economico finanziario è formato dai seguenti prospetti:

- assumption book;
- analisi degli investimenti;
- ricavi operativi;
- costi operativi;
- capitale circolante;
- contributo pubblico;
- finanziamento a M/L;
- rendiconto finanziario;
- conto economico;
- stato patrimoniale.

Le tabelle seguenti riportano rispettivamente il modello tipo di Conto Economico e il modello tipo di Stato Patrimoniale, utilizzabili nella predisposizione di un piano economico finanziario.

##### **Prospetto tipo del Conto Economico**

CONTO ECONOMICO	anno 1	anno 2	anno 3	anno 4	...	anno n
DESCRIZIONE						
Corrispettivo per i Servizi no core						
Canoni da Risconti Passivi						
Canone da Rinnovi Tecnologici						
Costi dei servizi						
Costi Rinnovi Tecnologici						
Spese generali						
Margine operativo lordo						
Ammortamenti Materiali						
Ammortamenti Immateriali						
Reddito operativo						
Proventi finanziari						
Oneri finanziari						
Utile o Perdita ante imposte						
Imposte IRAP						
Imposte IRES						
UTILE O PERDITA DI ESERCIZIO						

## Prospetto tipo dello Stato Patrimoniale

STATO PATRIMONIALE	anno 1	anno 2	anno 3	anno 4	...	anno n
DESCRIZIONE						
Banca (cassa)						
Crediti verso clienti						
Crediti ritenuta acconto						
Crediti acconti d'imposta						
Iva credito						
DSRA						
Conto Indennizzi Stand By Equity						
Immobilizzazioni immateriali						
Immobilizzazioni civili e tecniche						
TOTALE						
Banca						
Debiti verso fornitori						
Debiti imposte						
Iva debito						
Stand By Equity						
Mutuo lungo termine						
Finanziamento soci						
Risconti passivi						
Riserve statutarie						
Capitale sociale						
Utile o Perdita di esercizio						
TOTALE						

### 4.8 I FLUSSI DI CASSA

Il progetto viene valutato dai finanziatori principalmente per la sua capacità di generare flussi di cassa, quali garanzia per il rimborso del debito e per la remunerazione del capitale di rischio, il piano economico-finanziario deve dimostrare la capacità del cash flow atteso di coprire:

- tutti i costi operativi;
- il servizio di debito;
- le eventuali royalties;
- gli accantonamenti;



- i carichi fiscali;
- la remunerazione dell'equity.

Occorrerà quindi concentrarsi sull'analisi delle componenti operative del flusso di cassa del progetto, cioè la differenza tra entrate e uscite prima dell'inclusione nel cash flow statement delle componenti di natura finanziaria (quote capitali e quote interessi)

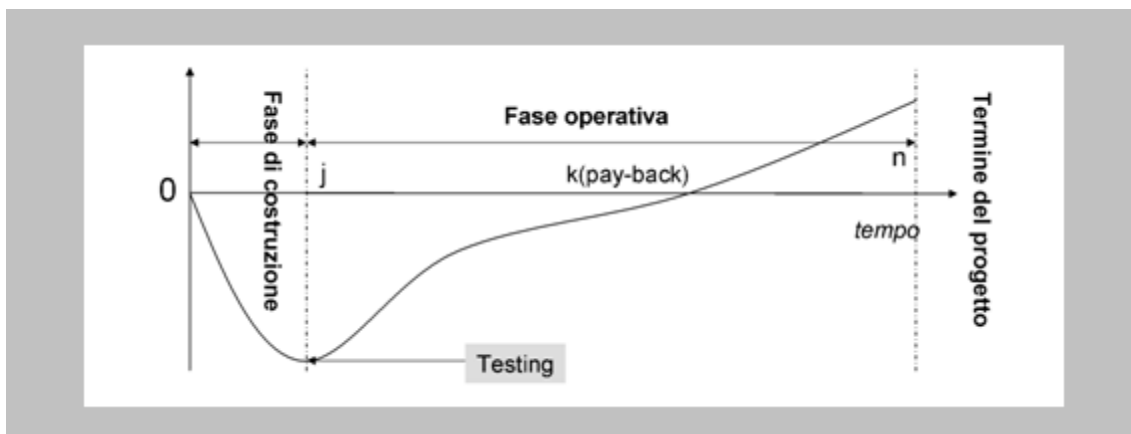
(+) Ricavi monetari caratteristici (*revenues*)  
 (-) Costi per acquisti input (*operating costs*)  
 (-) costi per manutenzioni e riparazioni (*operation & maintenance*)  
 (-) costi per assicurazioni (*insurance*)  
 (-) imposte (*Ires e Irap*)  
**(=) Flusso netto circolante della gestione corrente (*working capital flow*)**  
 (+/-) Variazione delle poste di circolante (*change in working capital items*)  
 (-/+) Investimenti/disinvestimenti in immobilizzazioni (*capex o capital expenditures*)  
**(=) Flusso di cassa operativo netto di imposta (*operating cash flow*)**

La struttura del flusso di cassa operativo. (Sebastiano di Diego e Ferdinando Franguelli –il piano economico-finanziario nell'ambito del project financing)

La conoscenza delle componenti operative del flusso di cassa è critica per diversi motivi:

- il project financing è sostenibile solo in funzione della dimensione e della variabilità nel tempo dei flussi generati dall'iniziativa: è proprio con i flussi di cassa operativi che il progetto ripaga i finanziatori e gli azionisti dello Special Purpose Vehicle;
- i finanziatori non possono contare sugli sponsor per recuperare i finanziamenti: la clausola di ricorso limitato impedisce questa azione.

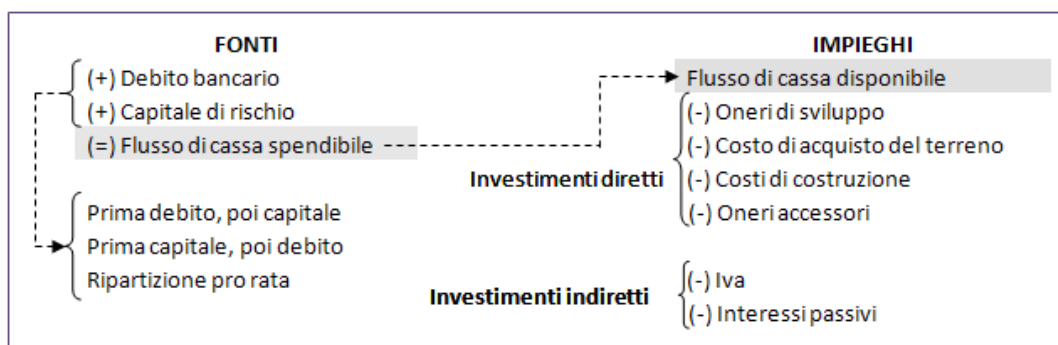
Come illustrato in precedenza, i flussi di cassa operativi di un project financing presentano un andamento particolare, variabile con il ciclo di vita dell'operazione.



Dinamica dei flussi operativi cumulati di un project financing. (Sebastiano di Diego e Ferdinando Franguelli –il piano economico-finanziario nell’ambito del project financing)

In mancanza di ricavi nella fase di costruzione, il flusso di circolante della gestione corrente è nullo mentre è negativo il flusso di cassa operativo. In questa fase il fabbisogno finanziario è coperto da azionisti e finanziatori secondo tre diverse modalità alternative:

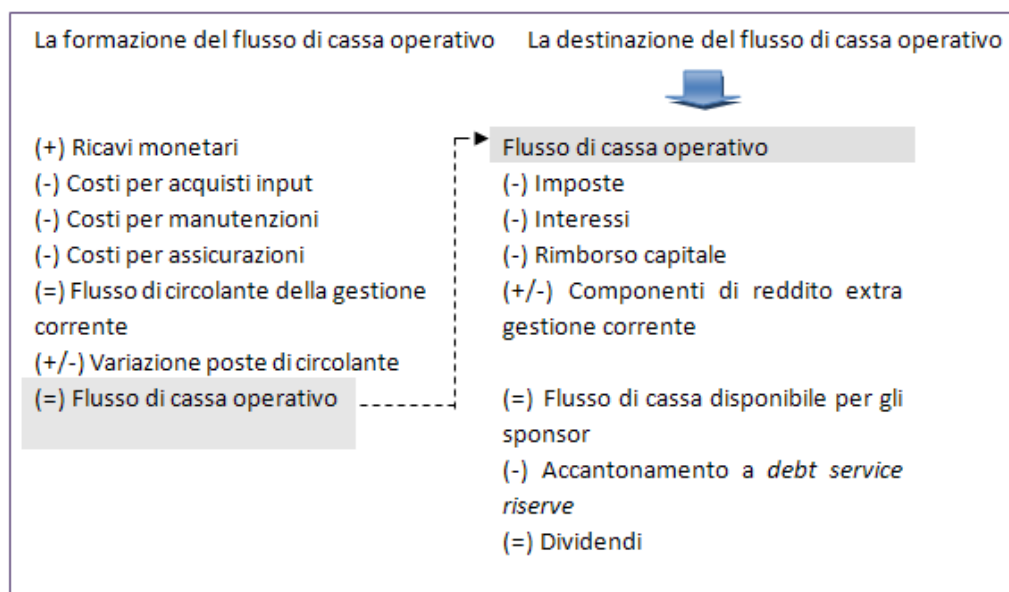
- inizialmente attingendo al debito messo a disposizione dai finanziatori e, una volta esaurito, al capitale di rischio conferito posticipatamente dagli sponsor;
- inizialmente usufruendo del capitale azionario vincolato dagli sponsor e poi il debito bancario:
- clausola pro rata: debito e capitale vengono utilizzati ogni volta che si rende necessario un pagamento durante la fase di costruzione.



La copertura del fabbisogno finanziario nella fase di costruzione (Sebastiano di Diego e Ferdinando Franguelli –il piano economico-finanziario nell’ambito del project financing)

Durante la fase operativa iniziano invece a prodursi i ricavi. I flussi di cassa diventano quindi progressivamente positivi e possono essere destinati al rimborso del debito contratto in conto capitale e in conto interessi.

La parte di questi flussi che residua è anche disponibile per la remunerazione del capitale di rischio. Lo si può infatti constatare osservando la seguente tabella:



Fase operativa: la destinazione del flusso di cassa operativo (Sebastiano di Diego e Ferdinando Franguelli –il piano economico-finanziario nell’ambito del project financing)

Schema dei flussi di cassa:

CASH FLOW	
DESCRIZIONE	
(+)	ricavi di gestione
(-)	costi di gestione
	MARGINE OPERATIVO LORDO
(-)	Ammortamenti
	REDDITTO OPERATIVO
(-)	Imposte
	REDDITO OPERATIVO NETTO
(+)	Ammortamenti
	FLUSSO CIRCOLANTE
(+/-)	variazione capitale circolante netto
	FLUSSO DI CASSA GESTIONE CARATTERISTICA
(+)	interessi attivi
(-)	Investimenti
(-)	Costituzione DSRA
(+)	Disinvestimenti
(+)	contributo pubblico a fondo perduto
	FLUSSO DI CASSA OPERATIVO
(+)	erogazione dell'equity
(+)	erogazione prestito soci
(+)	Erogazione finanziamenti
	FLUSSO DI CASSA DISPONIBILE
(-)	interessi finanziamento Soci
(-)	rimborso oneri finanziari finanziamento senior
(-)	rimborso quota capitale finanziamento senior
	SERVIZIO DEL DEBITO
(-)	rimborso finanziamento IVA
	FLUSSO DI CASSA DELL'AZIONISTA
(-)	distribuzione dividendi
(-)	interessi finanziamento soci
(-)	rimborso finanziamento soci
(+)	disponibilità DSRA
	CASSA RESIDUA
	CASSA RESIDUA CUMULATA

#### 4.9 LA VALUTAZIONE DEL PROGETTO

- La valutazione della convenienza economica

Per valutare la convenienza economica di un'operazione di project financing i criteri ai quali si fa ricorso sono il VAN (Valore Attuale Netto) e il TIR (Tasso Interno di Rendimento).

- Il VAN

Il VAN rappresenta la ricchezza incrementale generata dall'investimento, espressa come se fosse immediatamente disponibile nell'istante in cui viene effettuata la valutazione. Esso viene determinato come somma algebrica dei flussi di cassa operativi attesi dalla realizzazione dell'intervento, scontati al tasso che corrisponde al costo stimato del capitale investito.

$$VAN = \sum_{t=0}^r \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

$CF_t$  = flusso netto di ciascun periodo compresa l'uscita iniziale per l'investimento

$r$  = tasso di interesse

$t$  = tempo

Perché un progetto possa essere valutato positivamente, il VAN deve essere positivo; questo infatti testimonia la capacità del progetto di liberare flussi monetari sufficienti a ripagare l'esborso iniziale, remunerare i capitali impiegati nell'operazione e lasciare eventuali risorse disponibili per ulteriori destinazioni.

Il tasso di sconto che deve essere utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa deve rappresentare il costo del capitale necessario a finanziare l'investimento.

A questo proposito, viene utilizzato il c.d. WACC (Weighed Average Cost of Capital); si tratta di un tasso che rappresenta la remunerazione media del capitale, sia di rischio sia di debito (suddiviso in debito principale e debito secondario).

La formula per il calcolo di questo tasso è:

$$r = \frac{Cp \times a + Dp \times b + Ds \times c}{Cp + Dp + Ds}$$

dove:

Cp = capitale proprio

Dp = debito principale

Ds = debito secondario

a = tasso di remunerazione del capitale proprio

b = tasso di interesse applicato al debito principale

c = tasso di interesse applicato al debito secondario

(Sebastiano di Diego e Ferdinando Franguelli –il piano economico-finanziario nell'ambito del project financing)

Il tasso di sconto determinato rappresenta perciò il costo del capitale nelle sue diverse componenti -capitale di debito e capitale di rischio- tenendo conto:

- dei benefici fiscali che derivano dalla deducibilità degli oneri finanziari sull'indebitamento;
- del livello di rischio che viene associato al progetto d'investimento rispetto al rischio che caratterizza gli investimenti alternativi nel settore specifico.

- **Il TIR**

Il TIR è il tasso che rende il VAN uguale a zero, cioè che rende l'investimento iniziale uguale al valore attuale di tutti i flussi netti di cassa (comprendenti nelle uscite anche il rimborso del debito e il pagamento dei dividendi).

La valutazione del progetto viene attuata confrontando il TIR con il costo stimato del capitale investito: se il TIR è superiore l'investimento è conveniente in quanto il costo delle fonti di finanziamento sono inferiori rispetto al rendimento.

– La valutazione della sostenibilità finanziaria

La sostenibilità finanziaria è la capacità del progetto di generare flussi monetari sufficienti a garantire il rimborso dei finanziamenti e un'adeguata redditività per gli azionisti.

La sostenibilità finanziaria di un progetto può essere espressa anche in termini di bancabilità, facendo riferimento ad indicatori capaci di valutare il margine di sicurezza su cui i soggetti finanziatori possono contare per essere garantiti sul puntuale pagamento del servizio del debito.

I principali coefficienti di copertura sono due:

- Debt Service Cover Ratio (DSCR);
- Loan Life Cover Ratio (LLCR).

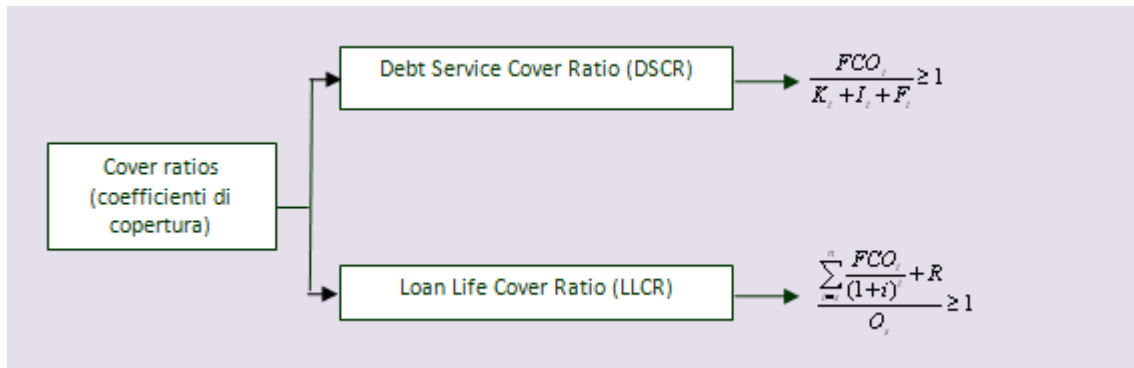
○ Il DSCR esprime il cosiddetto servizio annuale del debito, ovvero la capacità del progetto di rimborsare la rata di debito relativa all'anno corrente. Per ciascuno degli anni della fase di gestione del progetto, esso è pari al rapporto tra il flusso di cassa operativo ed il servizio del debito costituito dalla rata. Valori del DSCR superiori o pari ad 1,20 evidenziano un'adeguata capacità del progetto di rimborso della rata, quindi la capacità dell'investimento di liberare risorse sufficienti a coprire le rate del debito che spettano ai finanziatori. Il valore minimo del quoziente, per risultare conveniente, non può comunque essere pari ad uno poiché risulterebbe compromessa la possibilità di erogare dividendi agli azionisti. Un valore del quoziente superiore a uno, indica la possibilità, una volta rimborsato il debito, di erogare dividendi agli azionisti.

○ Il LLCR è il risultato del quoziente tra la somma attualizzata, al tasso di interesse del debito, dei flussi di cassa operativi tra l'istante di valutazione e l'ultimo anno per il quale è previsto il rimborso, incrementato della riserva di cassa per il servizio del debito e il debito residuo allo stesso istante di valutazione.

Il numeratore del rapporto rappresenta il valore (attuale) dei flussi generati dal progetto su cui i finanziatori possono contare per il futuro rientro delle somme ancora dovute (espresse al denominatore).

Più l'indice di copertura considerato assume valori superiori all'unità (punto di

equilibrio), maggiore sarà la solidità finanziaria dell'investimento e la garanzia del rimborso ottenuta dai finanziatori. L'indice appena descritto include, inoltre, la riserva di cassa per il servizio del debito cioè la c.d. DSRA (Debt Service Reserve Account). Questa riserva deve essere sufficiente a coprire in ogni istante di vita del debito il 50% dell'ammontare della rata dell'anno successivo.



(Sebastiano di Diego e Ferdinando Franguelli –il piano economico-finanziario nell'ambito del project financing)



## 5. CONCLUSIONI

Come evidenziato nel corso del lavoro, il project financing, se correttamente applicato, dovrebbe essere in grado di facilitare la realizzazione di grandi opere. I procedimenti analizzati, sintetizzati nel contratto di concessione, nello specifico le fasi di costruzione, prima, e gestione diretta e indiretta dell'infrastruttura, poi, rappresentano dei meccanismi delicati che devono funzionare alla perfezione per un lungo periodo di tempo per consentire la formazione di flussi di cassa e le redditività programmate. I pericoli di insuccesso si possono nascondere in una superficiale valutazione della domanda, in una insufficiente quantificazione e valorizzazione dei fattori di produzione, in clausole giuridiche di dubbia interpretazione. Per evitare successive criticità è necessario predisporre la mappa dei rischi e fare di tutto per limitarli. Le Amministrazioni devono approcciarsi alla finanza di progetto con una mentalità che permetta di garantire i processi senza delegare il proprio ruolo ad altri con la scusa che gli interlocutori privati sanno far meglio. Le Amministrazioni dovranno investire sulla formazione dei propri collaboratori per creare e sviluppare delle professionalità a cui attribuire la missione di studiare e sviluppare la realizzazione di un'opera in finanza di progetto, che dovrà contenere una approfondita programmazione tecnica, economica, finanziaria e legale.

La decisione di un soggetto privato di proporre al pubblico un project financing dovrà avvenire dopo una accurata programmazione economica all'interno di specifici scenari gestionali che tengano conto, attraverso simulazioni, di situazioni al limite dell'equilibrio o, addirittura, della presenza di risultati negativi per alcuni esercizi.

Quindi, il project financing è uno strumento finanziario che richiede : a) un'accurata progettazione, b) un'analisi approfondita dei flussi di cassa generati dal progetto, di valore sufficiente a rimborsare il debito bancario e a pagare gli oneri finanziari, c) la programmazione di meccanismi contrattuali funzionali ad un'efficiente collocazione dei rischi.

Più in particolare, è bene considerare che la tecnica del project financing non fa riferimento ad una sola possibilità di finanziamento, ma può comportare un insieme di modalità di strutturazione del finanziamento stesso e delle relative garanzie. L'operazione di project financing si presenta come un vero e proprio progetto di investimento che permette di incanalare le risorse private verso opere pubbliche che, pur essendo di pubblica utilità, sono in grado di autofinanziarsi grazie ai flussi di cassa che derivano da

un'efficiente gestione delle stesse. Poiché il principio fondamentale del project financing è quello dell'autofinanziamento dell'opera, il ricorso a questo strumento è in genere conveniente a partire da una certa dimensione finanziaria.

Per quanto riguarda il partenariato pubblico e privato (PPP), esso nel nostro paese è ormai un fatto appurato. Si può dire che in dieci anni il PPP è entrato nell'ottica di enti pubblici e imprese private. In particolare, nella difficile fase economico-finanziaria che l'Italia sta attraversando, il PPP è visto dalle amministrazioni pubbliche, e soprattutto da quelle locali, come un'importante risposta per il miglioramento e il mantenimento della funzionalità delle infrastrutture e dei servizi sul territorio. Infatti, nei primi nove mesi del 2011 ha raggiunto il 44% dell'importo totale dei bandi di gara delle opere pubbliche, mentre per gli enti locali questa percentuale è al 64%. Nella difficile fase economico-finanziaria che il nostro paese sta attraversando, il partenariato pubblico e privato è visto dalle amministrazioni pubbliche, e soprattutto da quelle locali, come un' importante risposta per il miglioramento e il mantenimento della funzionalità delle infrastrutture e dei servizi sul territorio.

## 8. BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Cristiano P., Di Giovanni S., *Istituti si Partenariato Pubblico-Privato*, Torino, Giappichelli Editore, 2012.

Di Diego S., Franguelli F., *Il piano economico-finanziario nell'ambito del project financing*, Torino, Giappichelli Editore, 2012.

Insigna F., Fiamingo F., *Il project financing: Per le realizzazione di infrastrutture a livello locale*, EDUCatt Università Cattolica, 2014.

Mariani, Menaldi & Associati, *Il project financing. Analisi giuridica, economico-finanziaria, tecnica, tributaria, bancaria, assicurativa*, Torino, Giappichelli Editore, 2012.

Vacca A., Solustri C., *Il project financing per le opere pubbliche*. Sistemi Editoriali, 2003.

Vada F., De Sanctis D., *Natura e finalità del project financing. Infrastrutture realizzabili*, Torino, Giappichelli Editore, 2012.

[www.altalex.com](http://www.altalex.com)

[www.camera.it](http://www.camera.it)

[www.fasi.biz](http://www.fasi.biz)

[www.utfp.it](http://www.utfp.it)